

日期: 2015年09月22日  
行业: 软件和信息技术服务业



虞婕雯 S0870515070001  
王兴林 S0870115070018  
021-53519888-1918  
yujiewen@shzq.com  
wangxinglin@shzq.com

# 拓展金融 IT, 业绩持续释放

## ■ 投资摘要

### 外包业务稳定增长, 国内业务占比将持续增大

由于多采用项目外包和直接接包的方式, 公司更像软件服务公司, 利润水平较好。考虑到公司稳定的大客户资源, 外包业务将继续增长。受日元贬值和国内人力成本上升的影响, 国际外包业务占比和利润情况将继续下降。公司可能在未来适当的时候逐渐剥离离岸外包业务。

### 通过外延并购, 快速获取客户资源和技术能力, 切入银行 IT 领域

2014年4月, 公司全资收购捷科智诚, 进入银行 IT 第三方测试市场。捷科智诚在该细分行业内排名前三, 与中农建交等近 30 家金融机构有长期合作。公司同时收获了大量金融客户资源。

2015年4月, 公司全资收购联创智融, 布局金融 IT 开发。联创智融是银行新一代系统再造领域的领军企业, 承担了民生银行系统再造的大部分核心开发工作, 并将业务快速复制到包商银行、山东农信等其它金融机构。

公司的两个收购将产生很强的协同效应, 开辟了三大核心领域之外的第四个领域。金融 IT 将是今后公司的战略重心。

### 并购江苏开拓, 进入智慧城市领域, 专注系统集成

2013年7月, 公司出资 5646.46 万元取得江苏开拓 66.85% 的股份, 进入智慧城市领域。公司智慧城市业务采用基于项目的方式主要开展系统集成业务。公司成功开拓了南京发改委、交通局、税务局等政府客户。

### 估值与投资建议

假设捷科智诚和联创智融可完成承诺业绩; 公司外包业务稳定增长, 毛利率稳定; 联创智融业绩并表。

我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.80、1.09、1.40 元, 对应市盈率分别为 39.9x、29.1x 和 22.8x。考虑到银行 IT 市场仍将保持快速增长, 公司技术和客户资源突出, 给予公司“谨慎增持”评级。

### 风险提示

银行压缩 IT 投资, 捷科智诚和联创智融业绩不达预期; 外包市场增长乏力, 软件开发收入低于预期。

## 基本数据 (2015Q2)

报告日股价 (元)	31.79
12mth A 股价格区间 (元)	18.39-81.09
总股本 (百万股)	284.62
无限售 A 股/总股本	46%
流通市值 (亿元)	36.76
每股净资产 (元)	5.18
PBR (X)	5.47
DPS (Y2014, 元)	10 派 1.00

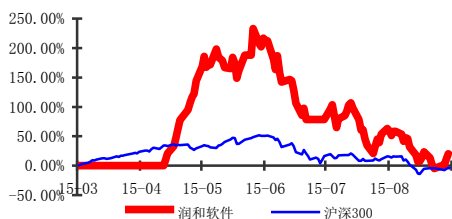
## 主要股东 (2015Q2)

江苏润和科技投资集团有限公司	21.98%
周红卫	10.28%
王杰	7.72%

## 收入结构 (2015H1)

软件开发收入	39.49%
金融信息化	33.20%
智能终端产品	17.50%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WXL15-CR04

首次报告日期: 2015年09月22日

相关报告:

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	476.80	733.23	1557.67	1963.67
年增长率	25.63%	53.78%	112.44%	26.06%
归属于母公司的净利润	77.17	110.03	284.62	390.00
年增长率	17.73%	42.58%	158.68%	37.02%
每股收益 (元)	0.50	0.39	0.80	1.09
PER (X)	63.23	82.23	39.91	29.12

注: 有关指标按当年股本摊薄; 按 9 月 21 日收盘价 31.79 元计算

## 目 录

一、公司概况.....	4
1.1 历史沿革.....	4
1.2 股东情况.....	5
1.3 营收快速增长，从外包进入银行 IT.....	6
二、外包业务稳定增长，积极谋求战略转型.....	7
2.1 软件外包服务市场增速稳定.....	7
2.2 公司竞争力强，主营业务发展平稳.....	8
三、软件强者参与本地智慧城市建设.....	11
四、外延并购，“客户资源+解决方案”切入银行 IT.....	12
4.1 银行 IT 市场面临巨大机遇.....	12
4.2 收购行业三甲捷科智诚，切入银行 IT 第三方测试，获得银行客户资源.....	14
4.3 收购联创智融，布局金融 IT 开发，获得银行 IT 技术能力.....	15
五、瞄准保险 IT，全面布局大金融 IT.....	17
5.1 保险 IT 面临变革机遇，市场增速加快.....	17
5.2 保险 IT 市场是典型蓝海市场.....	18
六、股权激励+大股东增持，对公司未来充满信心.....	18
6.1 股权激励计划.....	18
6.2 大股东增持计划.....	19
六、盈利预测.....	20
6.1 预测前提.....	20
6.2 业绩预测与估值.....	20
七、风险提示.....	21
八、附表.....	21

### 图

图 1 公司与实际控制人的产权关系.....	5
图 2 公司营收和净利润情况(百万元).....	6
图 3 公司费用率和利润率情况.....	6
图 4 公司各项业务营收情况(百万元).....	6
图 5 公司各项业务毛利率情况.....	6
图 6 公司分地区收入情况.....	7
图 7 公司各项费用率.....	7
图 8 2009-2013 年我国软件外包行业市场规模增长统计.....	8
图 9 中国离岸软件开发市场规模及预测.....	8
图 10 公司各业务营收占比变化情况.....	9
图 11 软件外包的微笑曲线.....	10
图 12 前十大服务商市场份额排名.....	10
图 13 IBM 智慧城市框架.....	12

图 14 中国银行 IT 解决方案市场规模及预测.....	13
图 15 捷科智诚的部分银行客户 .....	14
图 16 捷科智诚业务支撑框架.....	15
图 17 联创智融业务发展路径.....	16
图 18 中国保险 IT 解决方案市场规模及预测.....	18
图 19 润和软件历史 PE.....	20

## 表

表 1 公司的主要子公司.....	4
表 2 公司十大股东.....	5
表 3 公司三大核心软件外包业务介绍.....	9
表 4 公司三大核心领域的主要客户列表.....	11
表 5 公司股权激励计划（2014 年 9 月 24 日）.....	19
表 6 考核目标（不包括预留限制性股票）.....	19
表 7 公司高管增持情况(截止 2015 年 9 月 1 日).....	19

## 一、公司概况

### 1.1 历史沿革

江苏润和软件股份有限公司（润和软件）成立于2006年。2012年7月在创业板上市（300339）。主营业务是为国际、国内客户提供专业领域的高端软件与信息技术服务。公司聚焦于“供应链管理软件”、“智能终端嵌入式软件及产品”、“智能电网信息化软件”、“金融信息化服务”等专业领域，业务内容以行业解决方案为基础，涵盖咨询、设计、开发、测试、维护等软件全生命周期作业，在零售、制造、移动应用、公用事业、金融服务、电力能源等多个行业积累了丰富的经验。

公司通过了质量管理体系认证证书 ISO9001，ISO27001 信息安全管理体系认证，计算机信息系统集成叁级资质，和软件能力成熟度 CMMI-ML3 国际认证。

截止2015年上半年，公司拥有19家子公司。公司以南京为总部，子公司遍布全国、日本、美国等，业务覆盖全球。公司拥有丰通、PASCO、甲骨文、苏宁电器、波司登、江苏电力、百胜咨询、华为技术、南瑞集团、捷开通讯等一批国内外知名企业客户。

表1 公司的主要子公司

公司名称	简称	直接持股	间接持股
江苏润和南京软件外包园投资有限公司	外包园公司	100%	—
西安润和软件信息技术有限公司	西安润和	100%	—
北京润和汇智信息技术有限公司	北京润和	100%	—
深圳润和汇智信息技术有限公司	深圳润和	—	100%
香港润和信息技术投资有限公司	香港润和	100%	—
上海润和信息技术服务有限公司	上海润和	100%	—
南京润和数码有限公司	润和数码	55%	—
深圳市润和创新信息科技有限公司	深圳数码	—	55%
HOPERUN MMAX DIGITAL PTE. LTD.	新加坡数码	—	55%
株式会社ホープラン東京	东京润和	91.67%	—
HOPERUN SOFTWARE SINGAPORE PTE. LTD	新加坡润和	—	70%
HopeRun Technology Co., Ltd	波士顿润和	100%	—
SRS2 LIMITED	香港SRS2	51%	—
SilkRoad Software & Service .Inc	美国SRS2	—	51%
丝略软件（上海）有限公司	上海丝略	—	51%
江苏开拓信息与系统有限公司	江苏开拓	66.85%	—
北京捷科智诚科技有限公司	捷科智诚	100%	—
上海捷科智诚科技有限公司	上海捷科	—	100%
福州捷科智诚信息科技有限公司	福州捷科	—	55%

数据来源：公司 2015 年半年报、上海证券研究所

## 1.2 股东情况

公司第一大股东为江苏润和科技投资集团有限公司，持股占比 21.98%。公司实际控制人是周红卫和姚宁。两人合计持有江苏润和科技投资集团有限公司 76.8% 的股份，同时也是润和软件的第二和第三大股东。

周红卫毕业于南京理工大学计算机系，是公司主要创始人，成立至今一直担任公司董事长和总裁，曾获 2006 年、2007 年和 2008 年中国软件企业出口（外包）成就任务。

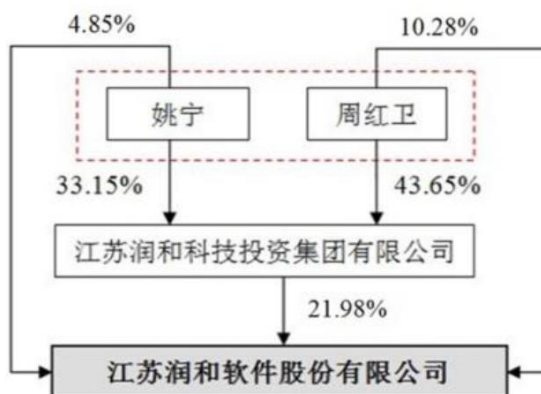
姚宁毕业于东南大学无线电工程系，公司主要创始人、技术总监。公司成立至今一直担任公司董事及常务副总裁职务，曾获南京市中青年行业技术学科带头人称号。

表 2 公司十大股东

股东名称	持股占比(%)
江苏润和科技投资集团有限公司	21.98
周红卫	10.28
王杰	7.72
姚宁	4.85
孙强	2.38
焦点科技股份有限公司	2.28
中国工商银行-汇添富均衡增长股票型证券投资基金	1.76
浙江海宁嘉慧投资合伙企业(有限合伙)	1.53
海通资管-民生-海通海汇系列-星石 1 号集合资产管理计划	1.49
中国工商银行股份有限公司-汇添富外延增长主题股票型证券投资基金	1.41

数据来源：公司 2015 半年报、上海证券研究所

图 1 公司与实际控制人的产权关系



数据来源：2014 年年报 上海证券研究所

### 1.3 营收快速增长，从外包进入银行 IT

公司自上市以来，营收快速增长，2014 年营收已达 7.33 亿元，归母净利润 1.10 亿元。与上市时相比，目前公司主要营收和利润均来自国内市场。

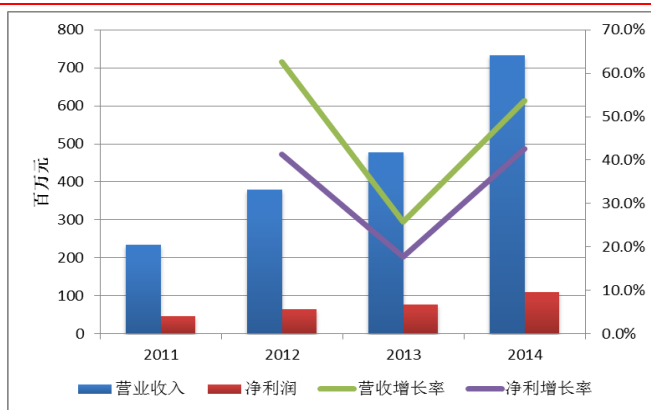
2015 年上半年，公司实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 70.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 2762.65 万元，同比减少 10.58%。营收大幅增加来自于原有业务的增长以及子公司捷科智诚的金融信息服务业收入并表。净利同比下降主要由于上半年研发投入大增 123.32% 以及公司股权激励成本摊销增加 1581.48 万元。

公司从国际软件外包扩展到国内软件外包，目前通过外延并购积极拓展银行 IT 市场。目前已形成“客户资源+技术方案”的布局。

2014 年 4 月，公司收购捷科智诚，布局银行 IT 第三方测试，并以此掌握银行渠道。捷科智诚涉及业务领域包括银行核心系统运维测试、银行核心系统再造项目测试（包括 IT/SIT/UAT）、自动化功能测试基准库等。

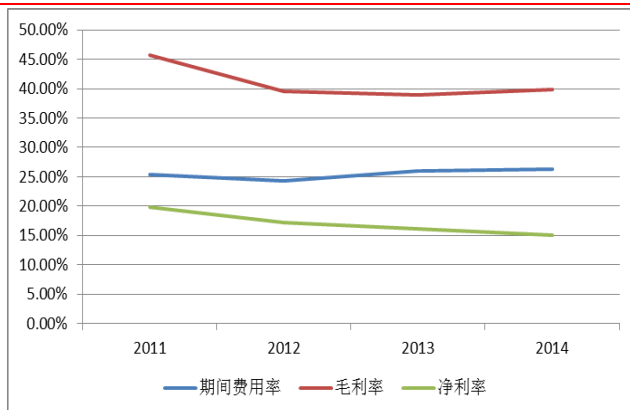
2015 年 4 月，公司收购联创智融，布局金融 IT 技术开发。国内首家基于流程银行理念并成功上线的 Bank2.0，新一代银行系统“民生银行新一代银行系统”的主导厂商之一，开发了大部分应用模块。

图 2 公司营收和净利润情况(百万元)



数据来源：公司年报 上海证券研究所

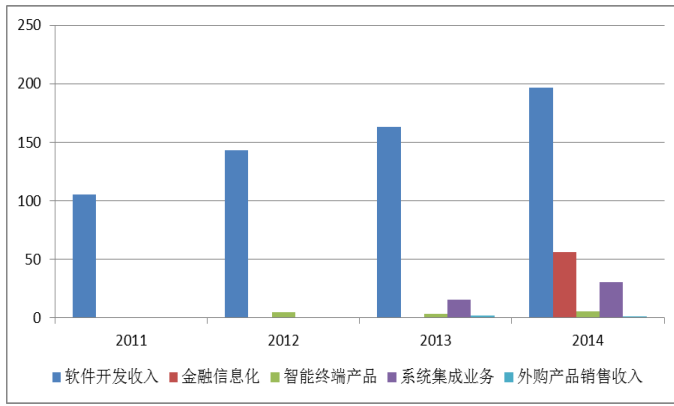
图 3 公司费用率和利润率情况



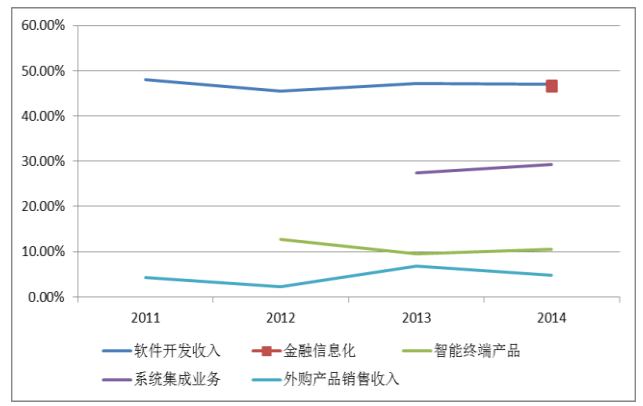
数据来源：公司年报 上海证券研究所

图 4 公司各项业务营收情况(百万元)

图 5 公司各项业务毛利率情况



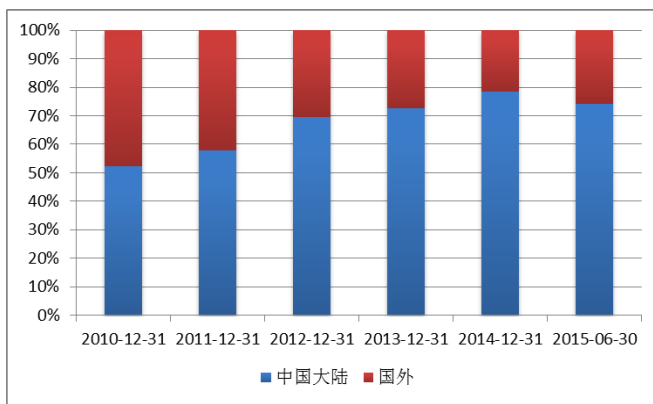
数据来源：公司年报 上海证券研究所



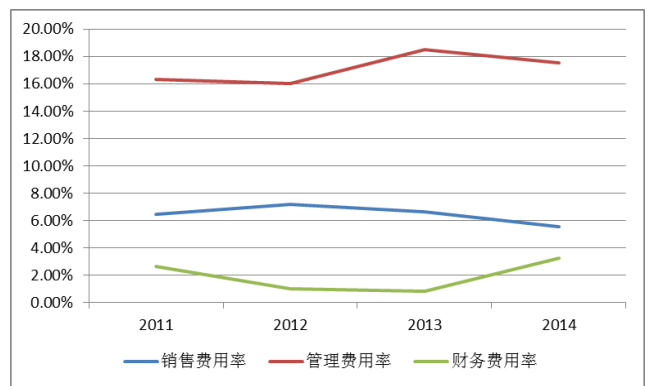
数据来源：公司年报 上海证券研究所

图6 公司分地区收入情况

图7 公司各项费用率



数据来源：公司年报 上海证券研究所



数据来源：公司年报 上海证券研究所

## 二、外包业务稳定增长，积极谋求战略转型

### 2.1 软件外包服务市场增速稳定

作为国际软件市场分工的主要方式，全球离岸软件外包市场自上个世纪 90 年代开始至今，已形成以美国、欧洲、日本三大区域为主要发包方，以印度、爱尔兰、中国等国家和地区为主要接包方的市场供求格局。其中，美国的离岸外包市场主要被印度占据，日本离岸外包市场主要被中国占据，欧洲离岸外包市场主要为爱尔兰等国家所消化。在目前的全球外包产业格局中，印度是最大的接包国家，其接包规模接近中国接包规模的 10 倍。

截止到 2013 年，国内软件外包行业市场规模已达到 3510 亿元，同比增速 7.8%，增速已放缓。其中，根据 IDC 的数据，2013 年中国离岸软件开发市场规模达 59.3 亿美元，同比增长 17.4%。IDC 预计 2014 年至 2018 年该市场将以 17.3% 的年复合增长率加速发展。



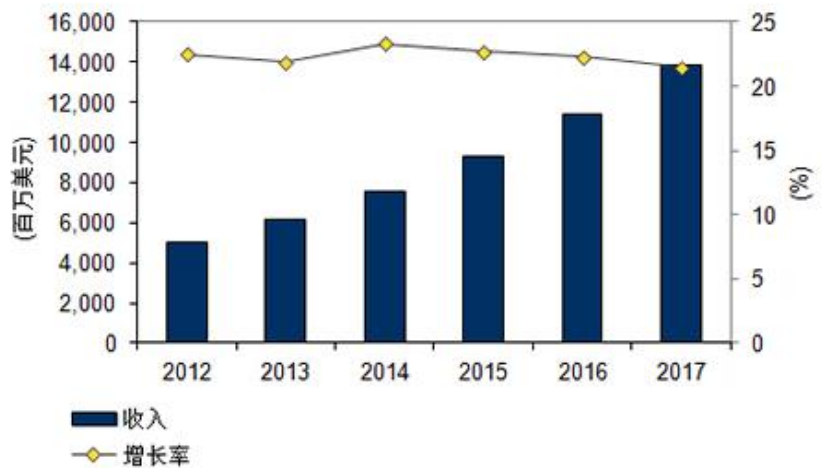
图 8 2009-2013 年我国软件外包行业市场规模增长统计



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

图 9 中国离岸软件开发市场规模及预测

### 中国离岸软件开发市场规模 (2012-2017 年)



来源：IDC 中国离岸软件开发市场 2013-2017 年预测与分析

数据来源：IDC 上海证券研究所

## 2.2 公司竞争力强，主营业务发展平稳

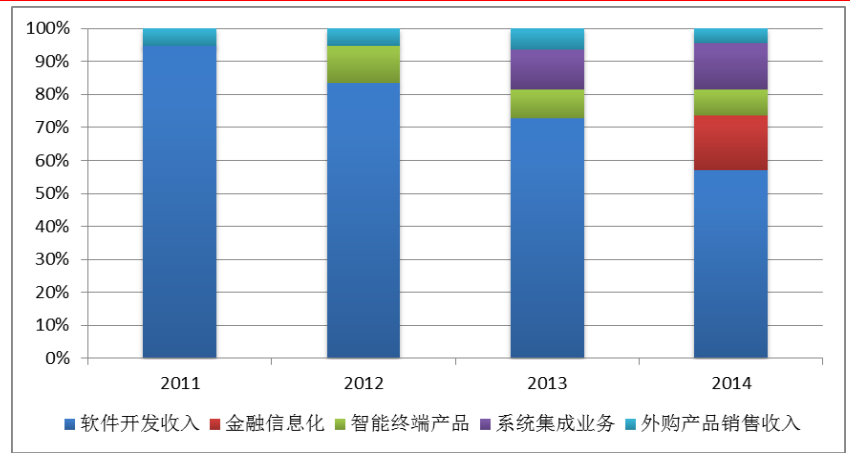
公司软件外包业务收入一直占主要比重，由于其它新业务的开展有逐年下降趋势。软件外包毛利率一直稳定在 47% 左右，盈利能力较好。软件外包业务营收由 2011 年的 2.34 亿元快速增长至 2014 年的 4.17 亿元，增长近 1 倍，年复合增速达 23.7%。

智能终端产品业务是公司软件外包之中的“智能终端嵌入式软件”业务的延伸，该业务是为客户提供智能终端设备的硬件和系统软件研发及设计服务，同时将公司自主开发的智能终端嵌入式软件产品集成在产品内向客户销售，该业务的开拓提高了公司在智能终端嵌入式软件及产品业务领域的核心竞争力。受益于智能手机近



年来的爆发式增长,公司此块业务增速较快,但毛利率较低仅为11%左右。

图 10 公司各业务营收占比变化情况



数据来源: 公司年报 上海证券研究所

### 1. 聚焦技术要求较高的专业领域, 建立技术门槛

公司主营业务为软件外包, 兼顾国内外两个市场。国际市场以对日软件外包为主, 兼顾欧美。软件主要聚焦于“供应链管理软件”、“智能终端嵌入式软件”和“智能电网信息化软件”三个专业领域。

表 3 公司三大核心软件外包业务介绍

软件业务分类	主要内容
智能终端嵌入式软件	在智能手机、平板电脑、互动电视机顶盒智能终端上开发数据通讯、商业管理、多媒体播放等各类软件, 例如在手机与电脑、多媒体设备之间实现通讯与多媒体传送, 在手机或平板电脑上实现对企业生产、销售、物流等进行移动化管理的功能等
供应链管理软件	对企业销售、生产、物流、财务, 数据智能分析等方面的信息化管理功能, 例如国际大型连锁餐饮企业可以借助供应链管理软件, 实现通过海量数据智能分析进行连锁开店的地理选址、近几千家门店的资产管理、物流统一配送, 国际大型汽车制造商可以借助供应链管理软件实现对全球汽车零部件进行统一订购, 物流、仓储的集中管理。
智能电网信息化软件	是实现智能电网变电站的运行监控、输电设备、配电设备等的信息化管理方面, 例如电力公司可利用该类软件对变电站设备运行状态的数据进行采集、监测和控制, 并进行智能分析, 实现对输电、配电设备进行图形化管理、数据分析等功能。

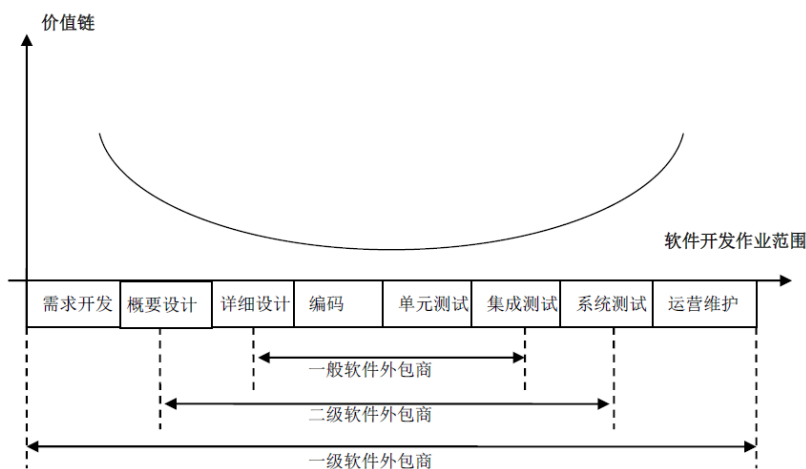
数据来源: 公司招股说明书、上海证券研究所

### 2. 全链条布局, 攫取更高利润率

从“微笑曲线”最低端的编码、单元测试等作业内容切入, 沿“微笑曲线”两端向上发展, 是中国软件外包服务企业的发展轨道。目前, 中国有部分国内领先企业经过多年的技术积累与业务开拓,

已涉足“微笑曲线”两端业务，包括需求分析、概要设计及系统测试、运营维护等作业内容，并正扩大和稳固自身中高端服务能力。

图 11 软件外包的微笑曲线



数据来源：公司招股说明书、上海证券研究所

公司外包业务内容以行业解决方案为基础，涵盖咨询、设计、开发、测试、维护等软件全生命周期作业，进入了全球软件外包价值链的高端，有能力获取产业价值链的较高附加值。

图 12 前十大服务商市场份额排名



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 3. 直接接包和项目外包为主，客户资源优质高端

公司外包业务以直接接包为主，避免了间接接包（类似于层层转包）带来的利润损耗。公司在外包的类型上以项目外包为主，避免了低端的人员外包（类似于直接卖人力）。公司项目外包占比超

过 85%，直接接包占比超过 70%，在业内属于较高水平。

公司在长期的外包合作中与大量的国内外优质客户建立了长期稳定的合作关系，这些客户包括丰田、oracle、苏宁电器等行业龙头。公司的技术能力可见一斑。

表 4 公司三大核心领域的主要客户列表

专业领域	客户名称	客户地位
供应链管理软件	丰通 syscom	为世界 500 强企业——丰田集团所属商社丰田通商株式会社的子公司，为丰田集团信息通信战略实施公司
	PASCO	为 1953 年成立的日本航空测量类上市公司，在日本首家引进 GIS（地理信息系统），是日本国土测绘指定单位
	苏宁电器	苏宁电器 为中国 3C 家电连锁零售企业领先者
	百胜咨询	为全球最大的餐饮集团（Yum!Brands Inc.）设在中国的管理咨询机构，旗下管理品牌有肯德基、必胜客、东方既白等
智能终端嵌入式管理软件	波司登	为中国领先的品牌羽绒服生产商
	ORACLE	为全球领先的企业管理软件公司
	BTI(加拿大)	全球高速宽带传输及多协议服务的全球智能服务边缘方案的领先企业
	华为技术	为全球领先的电信解决方案供应商
智能电网信息化软件	捷开通讯	为中国最大的消费类电子企业集团——TCL 旗下从事手机业务的研发单位
	南瑞集团	为国网电力科学研究院创立的高新技术企业，是第二批国家创新型企业，上海证券交易所上市公司国电南瑞（股票代码：600406）的第一大股东
	江苏电力	为江苏省规模最大的国有企业，也是国家电网公司系统规模最大的省级电力公司

数据来源：公司招股说明书、上海证券研究所

### 三、软件强者参与本地智慧城市建设

2013 年，公司与 IBM 合作成立智慧城市研发中心。为江苏安徽的智慧城市建设设计开发出一系列产品，产品主要聚焦在平安城市、电子政务和智慧旅游三大领域。

2013 年 7 月，公司使用超募资金 5646.46 万收购江苏开拓信息与系统有限公司 66.85% 的股权，增强公司的软件服务和系统集成能力，促进公司向系统集成领域和建筑智能化领域延伸，提升公司在“智慧城市”领域的核心竞争力。

目前，公司智慧城市业务采用基于项目而非平台的方式进行。一般以系统集成的形式完成智慧城市项目，收入计入系统集成类别。公司成功开拓了南京发改委、交通局、税务局等政府客户。

图 13 IBM 智慧城市框架



数据来源：IBM 上海证券研究所

## 四、外延并购，“客户资源+解决方案”切入银行 IT

### 4.1 银行 IT 市场面临巨大机遇

根据 IDC 的数据，2013 年银行 IT 投资占金融行业 IT 投资的 80%。2013 年中国银行业 IT 解决方案市场的整体规模为 148.25 亿元人民币，比 2012 年增长 21.8%。IDC 预测该市场 2014 到 2018 年的年均复合增长率将达 23.14%，到 2018 年该市场规模将达到 419.74 亿元，呈加速增长趋势。

银行 IT 的加速增长来自于银行目前面临的机遇与挑战利率市场化与互联网金融等引发的变革与冲击，包括：

1. 利率市场化使得银行资金成本不断上升，对商业银行精细化管理、风险控制能力和服务水平等提出更高要求；
2. 《巴塞尔资本协议 III》的实施和银监会《商业银行资本管理办法》及《银行业金融机构信息科技外包风险管理指引》的相继出台，要求银行业信息安全体系建设日渐完善、灾备体系和业务连续性管理更加完备；
3. 互联网金融的冲击使得商业银行在渠道建设方面更加注重

用户的体验。

- 国内很多银行 IT 系统多为 2000 年初大规模建设的，随着技术和业务量的发展，系统容量、功能和性能都难以支撑目前的业务规模，系统的架构也已过时，生命周期已尽。因此，银行本身也有 IT 系统升级改造的自然需求。

图 14 中国银行 IT 解决方案市场规模及预测



来源：IDC《中国银行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析研究报告》

数据来源：IDC 上海证券研究所

目前，专业化服务是中国银行业 IT 解决方案市场未来的发展趋势，以改善用户体验为中心的个性化服务需求将越来越多，IT 解决方案市场的交付模式正在从过去的软件加服务模式转变为以服务为主的交付模式。2013 年中国银行业 IT 解决方案市场中，服务依然占据大部分份额，达到 80.6%，比 2012 年增长了 1%。由于各个银行用户需求不尽相同，客户化开发等服务需求继续呈现上升趋势。各具体细分领域情况如下：

**业务类解决方案：**2013 年市场规模达到 59.28 亿元，核心业务系统依然是银行业 IT 解决方案市场投资占比最大的领域；2013 年的核心业务系统市场规模达到 31.48 亿元，占整体业务类市场的 53.11%。位居业务类解决方案市场第二位的是信贷系统，而中间业务市场发展正在呈现上升态势。

**渠道类解决方案：**2013 年市场规模达到 33.4 亿元。传统网银市场正在面临着变革，向互联网金融转型成为共识，直销银行突破了传统实体网点经营模式而成为创新亮点。移动金融发展迅速，正在成为各家银行的建设重点。

**管理类解决方案：**2013 年市场规模达到 49.8 亿元。商业智能继续占据管理类市场的龙头地位，市场规模达到 17.56 亿元，占到管理类解决方案市场的 35.23%。风险管理市场是管理类第二大子市场。



2014 年是中国金融行业改革重要的落实之年。传统银行将更加重视产品创新与服务创新，而以大数据，云计算，移动和社交媒体为代表的第三平台将在金融产品服务创新方面扮演更为重要的角色。

#### 4.2 收购行业三甲捷科智诚，切入银行 IT 第三方测试，获得银行客户资源

2014 年 4 月，公司公告以 2606.8 万股和 3.6 亿元现金全资收购捷科智诚，作价 7.2 亿元。捷科智诚承诺 2014~2016 年扣非归母净利润分别不低于 4850 万元、6300 万元和 6805 万元。2013 年捷科智诚毛利率约 33.38%，净利率约 22.38%，盈利能力较强。

此举帮助公司布局银行 IT 第三方测试，并以此掌握银行渠道。捷科智诚涉及业务领域包括银行核心系统运维测试、银行核心系统再造项目测试（包括 IT/SIT/UAT）、自动化功能测试基准库、质量保障体系建设咨询、测试中心建设咨询服务、金融类软件系统的性能测试、对日银行测试外包服务，特别在银行业务领域独立第三方测试有多年的经验积累。

捷科智诚已经先后为中国银行、农业银行、建设银行、民生银行、交通银行、大连银行等近 30 家金融机构提供测试服务。捷科智诚在国内金融 IT 测试行业排名前三，市场占有率约为 25~30%。

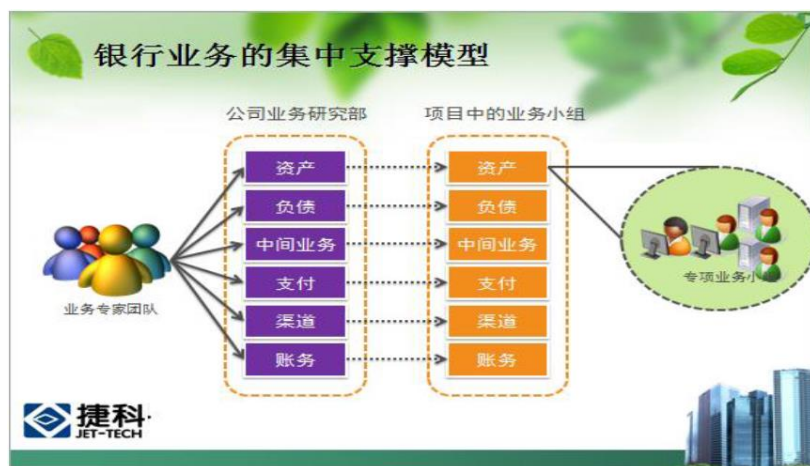
图 15 捷科智诚的部分银行客户



数据来源：公司公告 上海证券研究所

对于银行测试业务，捷科智诚设立了业务研究部，在资产、负债、中间业务、支付、渠道、账务这六个业务方向上都有资深的业务分析师（BA）提供业务支撑。

图 16 捷科智诚业务支撑框架



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司通过此举，第一，进入银行 IT 第三方测试市场，且技术能力突出行业占有率高；第二，获得了大量银行高端客户，包括中农建交等近三十家金融企业，捷科智诚从 2009 年开始进入市场，客户关系稳定。

#### 4.3 收购联创智融，布局金融 IT 开发，获得银行 IT 技术能力

2015 年 4 月，公司公告拟以 4812.47 万股和 11.2 亿元现金全资收购联创智融，作价 21.98 亿元。联创智融承诺扣非归母净利润 2015~2018 年分别为 1.3 亿元、1.66 亿元、1.88 亿元和 2.26 亿元。此举帮助公司快速获得银行 IT 的开发能力。2014 年，联创智融毛利率约为 64.2%，净利率约为 38.2%，盈利能力较强。

联创智融是国内金融行业信息化的整体解决方案提供商，尤其在银行新一代系统再造领域占据国内领先地位。自成立以来，公司紧紧抓住中国银行业基于 Bank2.0 流程银行理念的新一代银行系统再造浪潮，围绕核心银行系统为银行打造完整的企业级 IT 解决方案，全面覆盖银行总体业务。

##### 1. 成功为民生银行开发 Bank2.0 新一代银行系统

作为中国最大的民营银行，民生银行系国内首家基于流程银行理念并全面成功上线新一代银行系统的商业银行，其新一代银行系统开放、灵活并拥有互联网基因，具有流程化、平台化、数据化优势以及强容错性、强扩展性、强自主性特点，成为国内银行业核心及应用系统彻底重构的标杆性案例。联创智融作为民生银行新一代银行系统再造的主导厂商之一，承担了民生银行 115 个应用模块中包括 BOSENT 基线、新核心业务流程再造系统、总账 GL 项目、

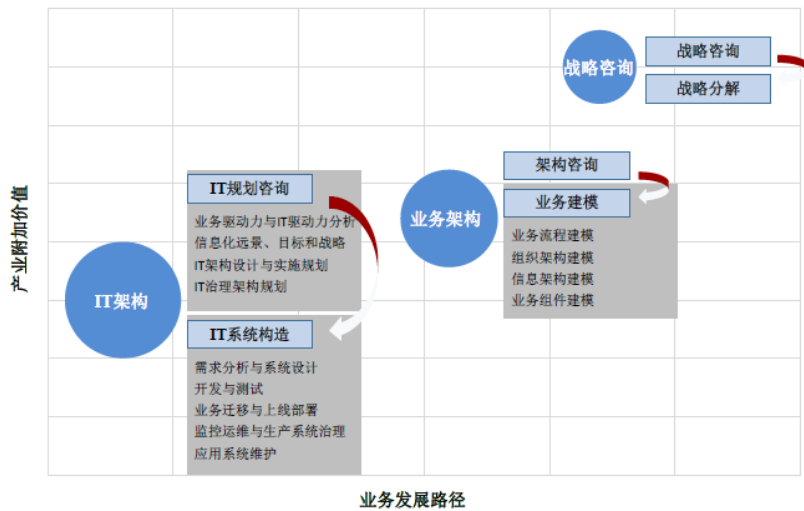


迁移平台系统等核心模块在内的超过 60 个应用模块的开发任务。

### 2. 重构业务模型，扩展银行战略咨询模块

联创智融以民生银行的新一代银行系统再造项目作为战略发展和技术革新的基石，对金融行业信息化战略实施体系的理论和框架作出了进一步提炼和完善，并建立了“战略层面-产业价值链与实施规划、组织运营层面-企业能力架构与业务运营模型、IT 层面-企业级组件架构与 IT 治理架构”的自上而下的多层次业务协同理论。联创智融的产业链价值定位也由民生银行合作时期“业务架构+IT 架构”的以业务流程及 IT 技术为核心的技术型服务提供商提升到当前“战略咨询+业务架构+IT 架构”的以银行战略规划为导向、以技术为实现手段的整体解决方案提供商。

图 17 联创智融业务发展路径



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3. 业务快速复制，客户规模快速扩展

自民生银行新一代银行系统全面上线以来，基于“战略咨询+业务架构+IT 架构”的服务定位，联创智融成为包商银行、山东农信、凉山州商业银行等新一代银行系统再造项目的整体解决方案提供商。

尝试借助于新一代架构咨询业务作为新一代银行系统再造的业务切入点，先后与建设银行、浦发银行、平安银行、兴业银行等国内各层级的商业银行建立咨询业务。与 IBM、Accenture、SAP 等国际领先的 IT 咨询机构建立合作关系。

联创智融目前单一客户和大客户依赖的风险随着公司客户规模快速扩充而下降。2013 年、2014 年对民生银行实现收入 7,789.47 万元、4,554.53 万元，占销售收入比例分别为 61.14%、21.10%。标的公司 2014 年对亚联（天津）信息技术有限责任公司（终端客户

为包商银行) 实现收入 7,521.37 万元, 占销售收入比例为 34.85%。

## 五、瞄准保险 IT, 全面布局大金融 IT

### 5.1 保险 IT 面临变革机遇, 市场增速加快

中国保险行业 IT 系统同样面临着变革的需求。随着互联网保险的快速成长, 传统保险公司的业务模式和流程越发不适应互联网时代的需求。面对的挑战主要有: 第一, 粗放的经营方式遇到了瓶颈, 高成本的线下推广在面对日趋饱和的传统保险市场时无法取得理想的收益; 第二, 互联网保险渠道的开放冲击着传统银行线下和电话推广方式和传统的签单方式。平安保险属于业内先行者, 参股成立众安保险, 但新旧两个保险公司的左右互博无法解决。

根据 IDC 的数据, 2013 年中国保险行业 IT 解决方案市场继续保持平稳增长的态势, 市场总规模达到 27.59 亿元人民币, 比 2012 年增长了 25.6%, 占保险业整体软件和 IT 服务市场总量的 68.5%。IDC 预计, 2018 年中国保险行业 IT 解决方案的整体市场规模将达到 87.83 亿元, CAGR 将达 26.1%。

**核心业务类解决方案**继续占据 IT 解决方案市场的最大份额。2013 年核心业务类解决方案市场规模共计 11.1 亿元, 占保险行业 IT 解决方案总体市场的 40.2%。其中, 寿险核心业务解决方案子市场占整体 IT 解决方案市场的 21.8%, 是保险行业最大的 IT 解决方案子市场。

**渠道与档案管理类解决方案**市场总额为 6.66 亿元, 占整体 IT 解决方案市场的 24.1%。其中, 电子商务发展迅速, 成为渠道类解决方案的第二大子市场。管理类解决方案市场规模为 8.0 亿元, 占整体 IT 解决方案市场的 29.0%。其中, 企业资源管理和商业智能解决方案成为管理类的前两大子市场。

IDC 的调查显示, 除了核心业务系统将会继续成为重点投资领域外, 中国保险行业 IT 解决方案市场将更加关注风险与合规管理、电子商务(互联网保险)、移动、商业智能、渠道管理等领域, 相应的解决方案将成为中国保险行业 IT 解决方案市场投资增长较快的几个子市场。

图 18 中国保险 IT 解决方案市场规模及预测



来源：IDC《中国保险行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析研究报告》

数据来源：IDC 上海证券研究所

## 5.2 保险 IT 市场是典型蓝海市场

尽管保险 IT 比银行 IT 市场规模小的多，但保险 IT 市场目前是蓝海市场，暂时没有有实力的参与者。同时，保险 IT 的难度小于银行 IT，从银行 IT 切入保险 IT 较为容易。保险 IT 预算一般在亿元级别，软件约占一半，单个客户的规模相对仍然较大。公司计划组建独立团队试水保险 IT 市场。

## 六、股权激励+大股东增持，对公司未来充满信心

### 6.1 股权激励计划

信息技术行业是典型的技术和资本密集的行业，高级技术和业务人员往往是公司的核心。为了更好地激励员工，公司于 2014 年 9 月推出股权激励方案。拟向激励对象授予限制性股票数量不超过 1,222.00 万股，占激励计划草案摘要公告日公司股本总数 27,366.68 万股的 4.47%，其中首次授予股票 1,114.00 万股，占激励计划草案摘要公告日公司股本总数的 4.07%；预留股票 108.00 万股，占激励计划草案摘要公告日公司股本总数的 0.39%。该计划的限制性股票来源为公司向激励对象定向发行的股票，涉及的激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，其中首次授予的激励对象共计 320 人。该计划限制性股票的首次授予价格为 9.99 元/股，依据该计划公告前 20 个交易日公司股票交易均价 19.98 元/股的 50% 确定。

该计划首次授予的限制性股票分三期进行解锁，对应的业绩考核期为 2014 年~2016 年三个会计年度，业绩考核指标为归属于母公

司所有者扣除非经常性损益后的净利润和营业收入，其中 2014 年~2016 年相对于 2013 年的归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润增长率分别不低于（含本数）50%、100%、200%；2014 年~2016 年相对于 2013 年的营业收入增长率不低于（含本数）50%、110%、150%。

表 5 公司股权激励计划（2014 年 9 月 24 日）

姓名	授予数量 (万股)	比例	总股本占 比
公司董事及高级管理人员（3 人）	365	29.87%	1.33%
中层管理人员及核心骨干员工(300 人)	749	61.29%	2.74%
预留股票	108	8.84%	0.39%
<b>合计</b>	<b>1222</b>	<b>100%</b>	<b>4.47%</b>

数据来源：公司公告、上海证券研究所

表 6 考核目标（不包括预留限制性股票）

	绩效目标(以 2013 年净利润和营收为固定基数)	解锁比例
第一次解锁	2014 年净利增长>50%，营收>50%	30%
第二次解锁	2015 年净利增长>100%，营收>110%	30%
第三次解锁	2016 年净利增长>200%，营收>150%	40%

数据来源：公司公告、上海证券研究所

## 6.2 大股东增持计划

公司 7 月 11 日发布公告，控股股东、董事及部分管理人员等将自筹资金在 3 个月内择机增持，锁定期 6 个月，增持总金额不低于 5000 万元。

截止 9 月 11 日，已增持 4276.86 万元，总股本占比 0.473%，均价 33.70 元每股。

表 7 公司高管增持情况(截止 2015 年 9 月 1 日)

日期	姓名	职位	增持金额 (元)	股数	总股本 占比
7 月 15 日	周红卫	实际控制人、董事长兼总裁	4,457,000	100,000	0.0351%
7 月 16 日	周红卫	实际控制人、董事长兼总裁	4,533,870	107,000	0.0376%
7 月 16 日	姚宁	实际控制人、副董事长兼高级副总裁	4,496,879	109,000	0.0383%
7 月 16 日	王杰	大股东	10,016,564	240,000	0.0843%
8 月 27 日	孙强、朱祖龙等八人	董事、财务总监、高级副总裁等	6,701,454.08	247,040	0.0867%
8 月 28 日	孙强、朱祖龙等八人	董事、财务总监、高级副总裁等	7,564,693.50	253,500	0.0891%

2015 年 09 月 22 日

9月1日	孙强、朱祖龙 等八人	董事、财务总监、高级副 裁等	4,998,096.80	199,800	0.0702%
9月10日	孙强、朱祖龙 等八人	董事、财务总监、高级副 裁等	2,597,753	89,900	
合计			<b>42,768,557</b>	<b>1,256,340</b>	<b>0.4413%</b>

数据来源：公司公告、上海证券研究所

## 七、盈利预测

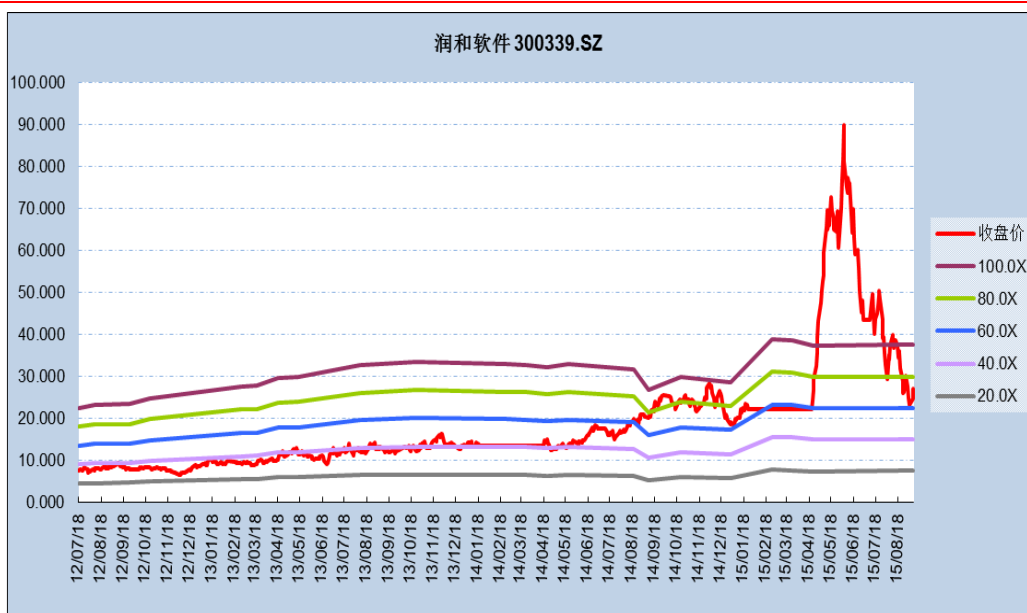
### 7.1 预测前提

公司软件外包业务平稳增长，毛利率稳定。捷科智诚和联创智融完成承诺业绩。假设公司 2015 年底前为收购联创智融而进行的定增完成，总股本增加到 3.57 亿股。

### 7.2 业绩预测与估值

根据预测，公司 2015~2017 年，EPS 分别为 0.80、1.09 和 1.40 元。，以 9 月 21 日 31.79 元计算，市盈率分别为 39.9、29.1 和 22.8 倍。

图 19 润和软件历史 PE



数据来源：Wind 上海证券研究所

## 八、风险提示

受日元贬值和国内人力成本提高的影响，海外外包业务不达预期。

银行 IT 进展不如预期，捷科智诚和联创智融业绩不达预期。

## 九、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	<b>476.80</b>	<b>733.23</b>	<b>1,557.67</b>	<b>1,963.67</b>	<b>2,442.80</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>420.37</b>	<b>644.20</b>	<b>1,255.08</b>	<b>1,541.10</b>	<b>1,895.52</b>
营业成本	291.26	442.07	849.33	1,057.08	1,292.59
营业税金及附加	1.97	2.56	5.43	6.84	8.51
销售费用	31.60	40.64	79.44	98.18	122.14
管理费用	88.28	128.55	285.05	333.82	415.28
财务费用	3.89	23.78	23.37	29.46	36.64
资产减值损失	3.37	6.60	12.46	15.71	20.36
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	-0.92	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.66	-0.03	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>57.17</b>	<b>89.00</b>	<b>302.59</b>	<b>422.57</b>	<b>547.28</b>
加：营业外收入	28.97	40.80	24.28	27.89	30.49
减：营业外支出	0.31	0.63	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>85.84</b>	<b>129.18</b>	<b>326.88</b>	<b>450.46</b>	<b>577.77</b>
减：所得税	7.79	14.83	31.07	45.14	59.71
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>78.04</b>	<b>114.35</b>	<b>295.80</b>	<b>405.33</b>	<b>518.06</b>
减：少数股东损益	0.88	4.32	11.18	15.32	19.58
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>77.17</b>	<b>110.03</b>	<b>284.62</b>	<b>390.00</b>	<b>498.47</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.39</b>	<b>0.80</b>	<b>1.09</b>	<b>1.40</b>
<b>总股本(百万)</b>	<b>153.48</b>	<b>284.62</b>	<b>357.28</b>	<b>357.28</b>	<b>357.28</b>

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
软件开发收入-智能终端嵌入式软件	101.35	140.63	168.76	202.51	232.88
软件开发收入-供应链管理软件	173.72	157.77	189.32	227.19	261.27
软件开发收入-智能电网应用软件	60.30	93.73	112.48	134.97	155.22
软件开发收入-其它	10.49	24.82	33.62	46.25	63.36

金融信息化		121.34	473.23	615.19	799.75	
智能终端产品	40.89	56.06	112.12	123.33	135.67	
系统集成业务	57.89	103.90	91.43	96.00	105.60	
外购产品销售收入	30.26	31.93	36.72	42.23	46.45	
联创智融			340.00	476.00	642.60	
合计	474.90	730.18	1557.67	1963.67	2442.80	
<b>分业务主营成本测算</b>		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
软件开发收入-智能终端嵌入式软件	52.68	70.49	86.07	105.30	118.77	
软件开发收入-供应链管理软件	91.11	83.87	100.34	122.68	138.47	
软件开发收入-智能电网应用软件	31.90	50.02	59.61	72.88	83.82	
软件开发收入-其它	7.19	16.26	21.85	30.06	41.19	
金融信息化		64.75	246.08	319.90	415.87	
智能终端产品	37.01	50.12	98.67	108.53	119.39	
系统集成业务	41.98	73.48	65.83	67.20	73.92	
外购产品销售收入	28.18	30.40	34.88	40.12	44.13	
联创智融			136.00	190.40	257.04	
合计	290.05	439.39	849.33	1057.08	1292.59	
<b>分业务增速</b>		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
软件开发收入-智能终端嵌入式软件	2.63%	38.76%	20.00%	20.00%	15.00%	
软件开发收入-供应链管理软件	23.50%	-9.18%	20.00%	20.00%	15.00%	
软件开发收入-智能电网应用软件	20.70%	55.44%	20.00%	20.00%	15.00%	
软件开发收入-其它	-59.31%	136.61%	35.44%	37.58%	37.00%	
金融信息化			290.00%	30.00%	30.00%	
智能终端产品	-2.39%	37.10%	100.00%	10.00%	10.00%	
系统集成业务		79.48%	-12.00%	5.00%	10.00%	
外购产品销售收入	48.48%	5.52%	15.00%	15.00%	10.00%	
联创智融			100.00%	40.00%	35.00%	
合计	25.83%	53.75%	113.33%	26.06%	24.40%	
<b>毛利率</b>		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
软件开发收入-智能终端嵌入式软件	48.02%	49.88%	49.00%	48.00%	49.00%	
软件开发收入-供应链管理软件	47.55%	46.84%	47.00%	46.00%	47.00%	
软件开发收入-智能电网应用软件	47.10%	46.63%	47.00%	46.00%	46.00%	
软件开发收入-其它	31.46%	34.49%	35.00%	35.00%	35.00%	
金融信息化		46.64%	48.00%	48.00%	48.00%	
智能终端产品	9.49%	10.60%	12.00%	12.00%	12.00%	
系统集成业务	27.48%	29.28%	28.00%	30.00%	30.00%	
外购产品销售收入	6.87%	4.79%	5.00%	5.00%	5.00%	
联创智融			60.00%	60.00%	60.00%	
合计	38.92%	39.82%	45.47%	46.17%	47.09%	

资料来源: Wind 上海证券研究所



## 分析师承诺

分析师 虞婕雯 王兴林

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。