



银行IT业务进入拐点，战略转型加速推进

——汇金股份 (300368.SZ) 深度研究报告

投资要点：

● 金融大变革时代，积极布局战略转型

金融大变革，银行IT企业进入加速变革期；公司具有多年金融IT硬件制造能力优势，向“银行整体解决方案提供商”转型；收购棠棣和北辰德提高“软实力”，业务大布局雏形初具。

● VTS千亿市场启动，行业龙头北辰德将爆发式增长

银行网点“轻型化、自助化和智能化”是大势所趋；VTS将是网点转型主流选择，千亿市场有望加速爆发；北辰德是VTS领域龙头企业，农行项目树立标杆效应，北辰德VTS市占率有望进一步提高，业绩将加速成长。

● 机器人等智能硬件放量在即，棠棣业绩有望超预期

棠棣加码智能终端集成，“软硬兼施”拓宽应用场景；交通银行首推银行智能服务机器人，形成较好“示范效应”和“广告效应”，“棠宝”银行服务机器人放量在即；公司围绕支付清算能力推出集成终端“三剑客”：微POS、便民服务终端和移动发卡机，高增长值得期待。

● 积极布局互联网金融业务，社区O2O值得期待

公司以棠棣科技为主体，布局互联网金融业务；公司在征信、P2P、消费金融等全面布局；棠棣科技已开发出部分社区O2O产品，社区O2O布局值得期待，或将促成互联网金融业务落地。

● 传统业务平稳增长，预计外延对业绩提升贡献更大

近两年折旧摊销费用压力较大，随着公司销售规模扩大，单位收入分摊的折旧摊销降低，毛利率和利润预计将快速提高；收购的两家公司是拉动公司成长主要动力；转型战略执行坚决，预计外延将持续推进。

● 预计公司15-17年EPS分别为0.21、0.48和0.73元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，参考互联网金融公司的估值水平，我们认为公司合理估值为16年PE在120X左右，对应合理估值约58元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 主要风险因素：1. 业务进展不及预期；2. 竞争加剧

主要财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	305	396	1,228	1,938
增长率 (%)	47.58%	29.93%	209.92%	57.78%
归属母公司股东净利润 (百万元)	45	53	118	181
增长率 (%)	-17.61%	16.12%	124.96%	52.78%
每股收益 (元)	0.17	0.21	0.48	0.73
PE	206.22	165.64	73.63	48.19

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

汇金股份 (300368.SZ)

推荐 首次评级

分析师

沈海兵

✉: (8621) 2025 2609

✉: shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060002

特此鸣谢:

田杰华

✉: (8621) 2025 7805

✉: tianjiehua@chinastock.com.cn

赵乃迪

✉: (8610) 8357 4080

✉: zhaonaidi@chinastock.com.cn

黄荣盟

✉: (0755) 2390 8856

✉: huangrongzhao@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2015.12.04

A股收盘价(元)	35.20
A股一年内最高价(元)	38.71
A股一年内最低价(元)	13.32
上证指数	3524.99
市净率	10.94
总股本(亿股)	2.62
实际流通A股(亿股)	0.76
流通A股市值(亿元)	26.91

相关研究

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、VTS 千亿市场启动，行业龙头北辰德将爆发式增长

1) 银行网点“轻型化、自助化和智能化”是大势所趋；2) VTS 将是网点转型主流选择，千亿市场有望加速爆发；3) 北辰德是 VTS 领域龙头企业，农行项目树立标杆效应，北辰德 VTS 市占率有望进一步提高，业绩将加速成长。

2、机器人等智能硬件放量在即，棠棣业绩有望超预期

1) 棠棣加码智能终端集成，“软硬兼施”拓宽应用场景；2) 交通银行首推银行智能服务机器人，形成较好“示范效应”和“广告效应”，旺盛需求有望于 2016 年爆发；“棠宝”银行服务机器人放量在即；3) 公司围绕支付清算能力推出集成终端“三剑客”：微 POS、便民服务终端和移动发卡机，强大功能解决实际问题，市场需求旺盛，高增长值得期待。

3、积极布局互联网金融业务，社区 O2O 值得期待

1) 以棠棣科技为主体，布局互联网金融业务；2) 公司在征信、P2P、消费金融等全面布局；3) 棠棣科技已开发出部分社区 O2O 产品，社区 O2O 布局值得期待，或将促成互联网金融业务落地。

4、传统业务平稳增长，预计外延对业绩提升贡献更大

1) 公司近两年营收增长较快，净利润略有下滑；目前折旧摊销费用维持稳定，随着公司销售规模扩大，单位成本分摊的折旧摊销降低，毛利率和利润预计将快速提高；2) 收购的两家公司是拉动公司成长主要动力；3) 转型战略执行坚决，预计外延将持续推进。

我们与市场不同的观点：

市场认为公司传统业务竞争力一般，新布局业务亮点不多。我们认为，(1) 公司收购的北辰德是 VTS 领域龙头企业，VTS 千亿市场启动，业绩预计将加速增长。(2) 公司收购的棠棣科技业绩有望超预期，机器人等智能硬件放量在即。(3) 积极布局互联网金融业务，社区 O2O 值得期待，或将促成互联网金融业务落地。(4) 转型战略执行坚决，预计外延将持续推进。

估值与投资建议：

公司具备多年金融 IT 硬件制造优势，积极推动战略转型；公司的银行 IT 业务进入加速拐点，VTS、机器人等有望加速爆发；内生与外延相结合，业绩有望快速增长。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.21、0.48 和 0.73 元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，参考互联网金融公司的估值水平，我们认为公司合理估值为 16 年 PE 在 120X 左右，对应合理估值约 58 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

VTS 银行采购大量增加；机器人等硬件销售放量增长；社区 O2O 和互联网金融业务落地等

主要风险因素：

(1) 业务进展不及预期；(2) 竞争加剧。

目录

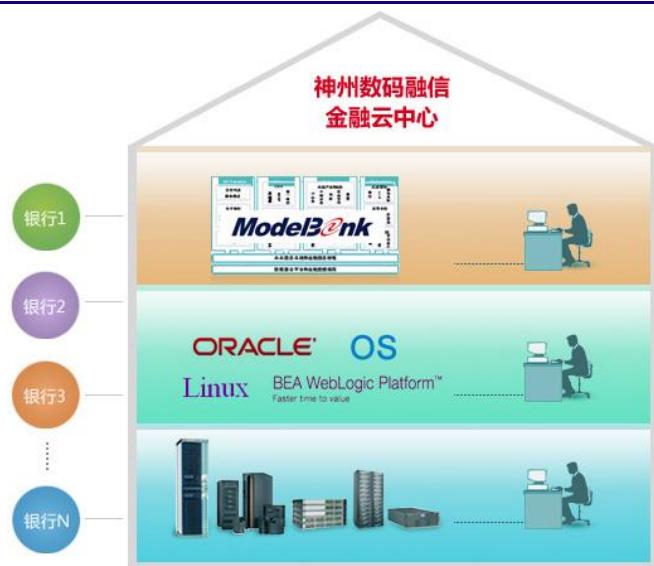
一、金融大变革时代，积极布局战略转型	3
(一) 金融大变革，银行IT进入加速变革期	3
(二) 具备多年金融IT硬件制造优势，积极推动战略转型	4
(三) 两笔收购提高“软实力”，业务大布局雏形初具	5
二、VTS千亿市场启动，行业龙头北辰德将爆发式增长	7
(一) 银行网点“轻型化、自助化和智能化”是大势所趋	7
(二) VTS将是网点转型主流选择，千亿市场有望加速爆发	9
(三) 北辰德是VTS领域龙头企业，业绩将加速增长	13
三、机器人等智能硬件放量在即，棠棣业绩有望超预期	15
(一) 棠棣加码智能终端集成，“软硬兼施”拓宽应用场景	15
(二) “棠宝”银行服务机器人放量在即	16
(三) 围绕支付清算能力推出集成终端“三剑客”，高增长可期.....	18
四、积极布局互联网金融业务，社区O2O值得期待	21
(一) 以棠棣科技为主体，布局互联网金融业务	21
(二) 征信、P2P、消费金融等全面布局	21
(三) 社区O2O布局值得期待，或将促成互联网金融业务落地	23
五、传统业务平稳增长，预计外延对业绩提升贡献更大	25
(一) 传统业务将平稳增长	25
(二) 收购的两家公司是拉动公司成长主要动力	26
(三) 转型战略执行坚决，预计外延将持续推进	26
五、盈利预测与投资建议	26
插图目录	28
表格目录	29

一、金融大变革时代，积极布局战略转型

(一) 金融大变革，银行 IT 进入加速变革期

金融行业变革加速，银行业务和产品创新推动 IT 投资增长。中国银行业金融机构面临“利率市场化”、“互联网金融”、“服务多元化”等挑战，多项数据显示未来几年利率市场化将加速推进，对银行业产生深远影响，要求银行管理更精细化，倒逼银行加速业务结构调整实现混业经营。互联网金融倒逼银行加大智慧银行投入，突破时间与空间限制，为客户提供更便捷的应用体验。社会对银行渠道的服务要求日趋多元化，需求驱动银行机构丰富渠道、完善服务产品、细化业务流程、强化服务环节体验。为了应对上述挑战，银行金融机构亟需结合信息时代特点做出根本性变革，依托 IT 技术进行各种管理、产品、服务和渠道等多方面的创新，推动银行 IT 产品和服务投资不断增长。

图 1：神州数码金融云中心示意图



资料来源：神州数码官网，中国银河证券研究部

图 2：金融大数据功能



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

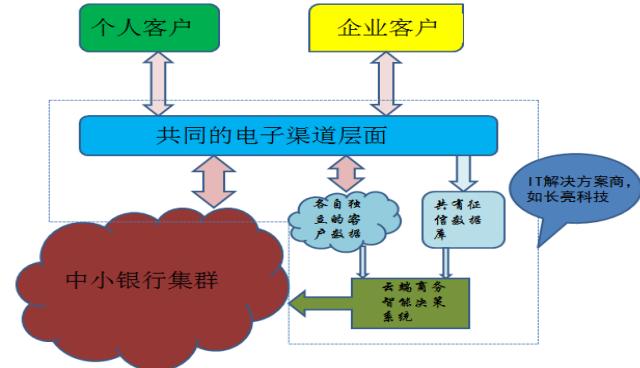
银行 IT 投资呈现新特征，营销、数据分析、风控等需求强劲。从产品和服务方面看，一是适应“互联网+”普惠金融需求，银行 IT 系统架构将发生大变革，云服务模式将成为新趋势；二是金融机构纷纷拓展互联网业务，变革传统业务流程，打造立体式多渠道服务；三是围绕数据挖掘，实现精细化经营、差异化服务，将成为金融机构未来竞争力提升的关键；四是业务创新和监管要求提升不断推进风控系统升级和征信体系建设；五是从“去 IOE”到“去 SOA”，金融 IT 国产化加速推进。从商业模式方面看，新的盈利模式渐渐浮出水面，IT 企业收费模式部分由 License 转向 SaaS 模式。

图 3：SaaS + 商业云

图 4：中小银行可能的未来业务模式



资料来源：互联网，中国银河证券研究部



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

(二) 具备多年金融 IT 硬件制造优势，积极推动战略转型

公司具有多年金融 IT 硬件制造能力优势。公司成立于 2005 年 3 月，是国内领先的集金融设备研发、生产、销售、服务于一体的国家高新技术企业，拥有尖端的制造加工及装配能力。汇金股份已建立了现代化的生产制造中心，拥有机械加工、钣金加工、产品装配及辅助配套的制造车间，从产品设计、制造加工、产品装配全面实现了 3D 数字化网络生产，拥有一批现代数控加工技术的产业工人队伍，掌握了一整套关键环节的工艺、工装、装配等方面的核心技术，具备规模化生产高精度关键零部件和机电一体化产品的能力。公司主营业务为金融机具的研发、生产、销售及服务，拥有全自动捆钞机和全自动装订机等金融机具的设计制造能力，主要产品包括系列捆钞机和装订机、人民币反假宣传工作站、清分机以及点验钞机等，是我国银行业金融机具相关产品的主要供应商与服务商，是捆钞机和胶管装订机 2 个细分市场的领先企业。

图 5：公司产品系列

装订系列产品	捆扎系列产品	自助系列产品
ZD 系列 高智能装订机	HJL 系列 纸币清分包装流水线	HJP-300 自助票据机
HJ 系列 全自动装订机	ZK-400BL 全自动捆钞机	HJH-200 自助回单机
HJ 系列 自动装订机	ZK-300BL 半自动捆钞机	XC 系列 人民币反假宣传工作站
	ZB-300 系列 扎捆一体机	ZH 系列 综合信息发布系统
	ZB-100 自动扎把机	

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

公司坚持“高端制造业”和“互联网金融”的战略定位，向“银行整体解决方案提供商”转型。一方面，公司始终坚持“高端制造业”的战略定位，依托多年积淀的机电一体化优势，以银行机构客户需求为导向，开发出基于通用设计、降低能源消耗、易于操作、精确地满足银

行客户需求等特点的产品。公司具备高端综合金融机具制造能力，通过内生和外延不断扩展产品线，不断完善坚持“高端制造业”的战略目标。另一方面，顺应互联网金融的发展潮流，从银行前端金融机具硬件产品向后端软件产品延伸。以“互联网金融”为战略定位，通过收购的方式，实现了从银行前端金融机具硬件产品向后端软件产品延伸，具备为国内外金融机构、互联网金融企业、第三方支付公司等提供支付结算、互联网理财、网络贷款的软件产品和系统集成服务的能力，实现从制造商向“银行整体解决方案提供商”的转型。

(三) 两笔收购提高“软实力”，业务大布局雏形初具

公司先后收购棠棣科技和北辰德两家公司，业务条线扩张，公司业务布局雏形初具。公司2014年10月，收购上海棠棣科技股权并增资，持有棠棣科技51%的股权，棠棣科技的客户是以金融机构和互联网金融企业为主，双方在客户结构上存在重叠，在业务拓展上存在协同效应。2015年，公司收购北辰德55.00%股权，将业务领域覆盖至银行信息化整体解决方案领域，是向“银行整体解决方案提供商”转型重要布局，本次交易完成后将进一步巩固上市公司在高端综合金融机具领域的行业地位，并将产品线切入高端银行自助设备领域，进一步完善上市公司坚持“高端制造业”的战略目标通过本次交易，汇金股份将在银行信息化解决方案领域中占据重要一席，在产业整合发展中抢占有利时机和地位，进一步提升上市公司的综合竞争力。

棠棣科技传统主营业务是为银行、互联网金融企业提供软件开发、系统集成、IT运营外包服务，并向这些客户提供技术支持服务；近年来不断拓展业务条线，进军智能硬件、征信等领域。棠棣科技成立于2009年，致力于成为金融机构与互联网金融企业IT服务商的领导者，主要为国内外金融机构、互联网金融企业提供银行中间业务平台、直销银行平台、互联网支付、移动支付、银行卡收单、网络投融资平台、预付卡、互联网投融资平台资金监管、便民综合缴费平台等软件产品、系统集成服务和IT运营外包服务，并向这些客户提供规划咨询、软件定制开发及技术支持服务。公司智能硬件包括机器人、便民服务终端、支付设备等；2015年1月，棠棣科技作为大股东拟共同设立上海信誉，进军征信领域。

表1：棠棣科技传统主要产品

主要产品	用途
互联网支付系统	系统提供了用户端门户，支持用户注册、登录、开立电子账户、绑定银行卡、充值、提现、电子账户间转账、电子账户余额支付、银行卡直接支付、积分支付等功能。系统提供了商户端门户，支持商户查询收款明细、对账、退款、提现到银行账户等功能。银行或非金融支付机构操作员，可以管理用户、商户信息，可以为商户设置交易、结算佣金费率，可以为商户结算款项，可以处理商户退款等。
移动支付系统	移动支付系统提供给银行、非金融支付机构，在互联网支付系统的基础上，移动支付系统提供Android和苹果IOS两个系统的移动App。用户下载移动App后，可实现注册、登录、绑卡等所有电脑上的操作。除此之外，为吸引用户经常使用移动App，产品还增加了诸如订机票、酒店、买彩票、水电燃气生活缴费、医院挂号等常用应用。商户端，产品提供的移动支付插件，可以便捷地与商家App无缝集成。另外，针对于Andriod4.4以上、具备NFC功能的手机，产品通过HCE技术，实现了NFC近场支付，使得用户通过刷手机闪付的方式即可乘地铁、公交、小额POS支付。
银行卡收单系统	银行卡收单系统为收单银行、非金融支付机构提供系统支持，收单银行或非金融支付机构通过为线下实体商家安装POS机的方式为商家收款。系统直接连接发卡银行或者通过银联连接发卡银行，通过用户输入的支付密码核对用户身份，完成银行卡账户支付。一般，通过本系统，收单银行、非金融支付机构隔

预付费卡系统	日扣除商户佣金后，将款项结算给商户。 预付卡系统是一套成熟、稳定且功能完善的卡系统平台，不仅解决了预付卡的发行以及线下受理功能，还提供了商家发卡以及第三方机构发卡的功能。产品采用平台参数化、模块化的设计，使得它具备了全面而完整的卡系统平台功能，从而既能满足用户在卡处理业务功能的近期需求，又能满足用户将来客户出现的新需求。产品允许用户快速地设计新功能模块、新业务模式，并迅速地推向市场，从而帮助企业
便民综合缴费平台	在激烈的市场上赢得优势。它在提升了客户关系的同时，即控制了风险，又大大缩减了交易的处理成本。 便民综合缴费平台是一套综合缴费平台，用户通过该平台可实现水电燃气生活缴费、购买机票、预定酒店、手机充值、购买电影票、彩票等操作。除此之外，还可以完成信用卡还款、银行卡转账、查询卡余额等金融服务。该软件系统，有智能手机 App 版本、PC 电脑 WEB 版本、立式或壁挂式终端版本，满足于客户的多种应用需求。
互联网投融资资金监管平台	互联网投融资资金监管平台主要是为银行、非金融支付机构提供管理。银行、非金融支付机构使用该系统，完成对互联网投融资平台的资金流向监控，保障投资人、融资人的资金安全，不被平台运营方占用、挪用。投融资平台运营方也需要接入银行、非金融支付机构的资金监管平台，以向投资人、融资人展示自己平台的公信力。
直销银行系统	直销银行系统定位为线上理财金融平台，打破时间、地域、网点、传统电子渠道等限制，顺应业务模式创新潮流、适应客户习惯变化，通过互联网渠道进行业务拓展，面向互联网客户群提供在线办理账户开立、在线理财、智能存款、线上贷款等金融产品和服务。包括 APP、PC 及微信 3 个版本。
银行中间业务平台	银行中间业务平台基于现有银行业务迅速发展的需求和目前存在的问题，深入研究了银行业务的处理特性和交易规则，开发出了新一代的中间业务平台，集交易定义、流程定义、图形化用户界面、交易控制、通讯定义、报表编辑和管理监控为一体，具有跨平台、集群、多数据库支持特点，可为金融业务软件的开发提供全方位、立体化服务的多功能开发平台。

资料来源：公司公告，银河证券研究部

北辰德科技专注于智能银行领域，是一家专业提供关于银行自助服务系统咨询、软件开发及相关银行网点自助终端设备的服务提供商。深圳市北辰德科技有限公司于 2012 年 10 月成立，目前员工近 300 人。创始人曾带领团队参与制定了中国人民银行颁布的行业标准，开发研制的金融软硬件产品已应用于国内外近 100 家银行数万网点。北辰德科技基于对银行业金融机构业务流程、风险控制的理解和成熟的案例实施经验，能够通过提供以软件技术、互联网和大数据技术为基础，以硬件（自助终端）为表现形式的产品服务，协助银行业金融机构在整合资源、优化流程、提升风险控制能力等方面，实施网点精细化运营、标准化管理以及精准营销，扩展其自助服务并持续提升其运营能力。北辰德科技主要产品有智能银行系列、现金银行系列、数据挖掘系列、流程银行系列等产品和解决方案，北辰德科技对银行业金融业务的深入理解和对金融设备的创新研发生产是其核心优势，北辰德科技掌握 p@ssionBank 商业银行 BI 数据分析平台软件、i-Bank 智能银行底层控制软件、f-Bank 流程银行个人业务集中作业平台软件、f-Bank 流程银行对公业务集中作业平台软件等具有国内领先水平的软件开发平台和 U-KEY 自动发放等先进技术，相关产品在国有商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、农商行、农合行、农信社等银行业金融机构得到应用。

表 2：北辰德主要的三大类产品和服务

分类	产品名称	用途
智慧银行系列	虚拟柜台系统	该系统根据业务新流程专门定制，整合了发卡器、打印机、指纹仪、身份证阅读仪、摄像头、扫描仪等

自助交易系统	多种设备，功能覆盖个人开卡、签约、账户挂失、个人外汇、理财、基金等多项产品。以优化网点业务受理流程、减轻柜面作业压力、改善客户体验、提供营销辅助工具和创造销售机会。	
智能填单系统	自助交易系统有效地集成了银行柜台提供的大部分功能为客户提供全方位的自助服务。	
自助开卡系统	智能自助填单系统将原有手工填写单据转化为电子填单方式，客户预先录入到系统中，提高柜员工作效率。	
影像管理系统	系统可以方便客户快速申领银行借记卡、办理卡启、换卡等业务，分流柜面业务压力。	
远程授权系统	包括影像采集、影像索引管理、影像加工技术、影像识别技术等各种功能。	
流程银行系列	运用视频授权软件，将柜员需要授权的交易画面以及业务凭证影像、身份证件影像、客户头像、音频信息同步传输至授权人员终端，由授权人员在自己的终端上审核并完成远距离实时授权。	
档案管理系统	基于全行、跨区域、跨部门、跨业务集成的庞大信息管理系统，保证了档案利用的高速高效。	
网点标准化管理平台	以现代商业银行人力资源管理系统模式为参考，覆盖营业部业务运营序列的全部持卡操作柜员，涵盖人员管理核心功能、分析功能及协同功能管理。	
金库运营管理	对库存状态、进出人员、物品交接进行有效的管理。	
营销推介管理系统	针对来网点办理业务的客户，进行自动识别和潜在价值排序等，方便客户经理在网点开展营销活动。	
绩效评估优化系统	利用各种财务指标、非财务指标，为金融机构进行全方位的绩效管理提供帮助。	
商业银行BI数据分	商业银行BI数据分析平台是建立在数据仓库或数据中心基础之上的应用系统，主要面向用户管理人员进行日常的报表分析，提供OLAP分析功能。	
数据挖掘系列	析平台	基于科学、完整、统一的信息指标体系，在建立商业银行统一的企业级数据仓库基础上，依托银行内部网，为银行各级管理人员提供信息查询、动态报表生成、多维数据分析服务。同时，为全行财务管理、风险控制、客户关系等管理工作提供有力的支持。

资料来源：公司公告，银河证券研究部

图 6：北辰德客户



资料来源：北辰德官网，中国银河证券研究部

图 7：北辰德合作伙伴



资料来源：北辰德官网，中国银河证券研究部

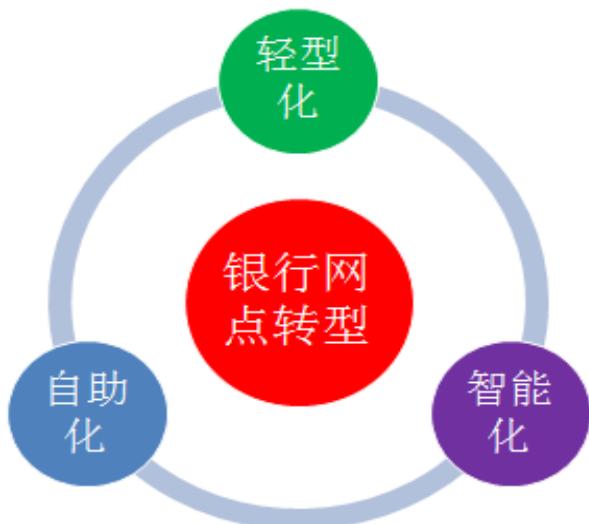
二、VTS 千亿市场启动，行业龙头北辰德将爆发式增长

（一）银行网点“轻型化、自助化和智能化”是大势所趋

智慧银行是互联网时代的银行变革的方向，将推动银行网点向“轻型化”、“自助化”和“智能化”方向转型。在互联网时代大背景下，传统金融机构面临着利率市场化、互联网

金融和民营银行试点进入竞争加剧等多重冲击，传统银行模式已经不能适应高效、智能化、自动化、成本节约等市场需求，需要加速变革。为了应对上述挑战，金融机构需要改变服务理念和更多运用互联网思维，加快传统物理网点向轻型化、自助化和智能化方向转型，通过信息技术实现银行业务流程再造，将信息化、业务流程与硬件设备集成以形成定制化的自助机具系统（设备），以提高银行网点服务效率并降低运营成本，提升客户体验和忠诚度。

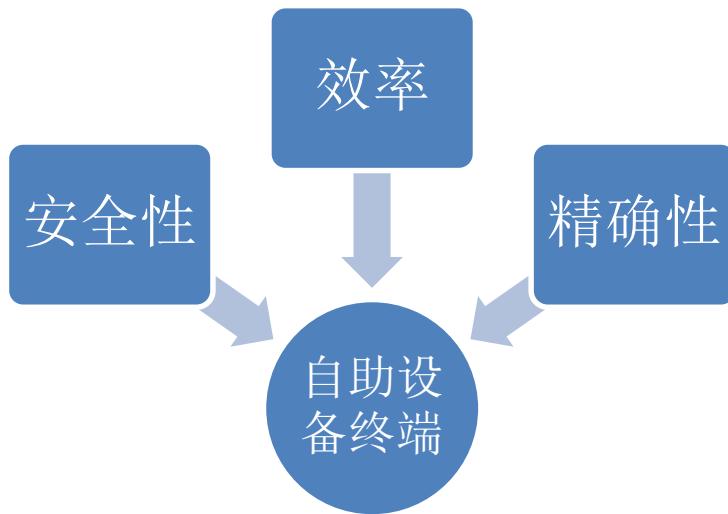
图 8：银行网点转型方向



资料来源：中国银河证券研究部

效率、安全性和精确性是推动银行自助设备替代人工的主要因素。银行网点轻型化、自助化和智能化转型，适应了在互联网金融兴起和社会消费主体的需求变化，银行网点的主要功能将逐渐从传统的金融产品交付场所向综合型销售、服务平台转变，促使银行业机构需要更多的自助设备终端，其中效率、安全性和精确性是推动银行自助设备替代人工的主要因素。根据中国银行业协会的统计数据，截至 2011 年末，全行业共有 426,237 台自助设备投入运行，2011 年共增加各类自助设备 90,629 台；2012 年度银行业金融机构新增自助设备 10.02 万台，增加 24.5%，总数达到 50.92 万台；2013 年度自助设备新增 11.38 万台，同比增长 22.17%，总数达到 62.69 万台；2014 年度自助设备达到 65.4 万台，新增 2.7 万台，同比增长 4.33%。

图 9：效率、安全性和精确性三大因素推动银行自助设备替代人工



资料来源：中国银河证券研究部

（二）VTS 将是网点转型主流选择，千亿市场有望加速爆发

银行网点转型等智慧银行建设，已从单一的自助终端过渡到高度集成的系统和设备阶段。从产品定位和发展阶段来看，智慧银行涉及的产品经历了单一的自助终端或系统、前台业务的后移和集中化处理、VTS（虚拟柜台系统）为代表的高度集成型系统和设备统一业务办理三个阶段。其中虚拟柜台不仅在设备层面整合了功能复杂的各式功能模块，使客户可以通过一台设备就可以办理所有自助终端能够办理的业务，统一客户办理业务的渠道。在软件层面整合并重构了银行业务处理流程，充分利用客户自助+创新的业务流程和后台专业审核模式，相比基于柜台人工受理模式速度提升数倍。虚拟柜台目前已在中国农业银行大量采购，收效明显，得到行业内其他银行客户的高度认同，并引发追随和对虚拟柜台系统的大规模需求。

图 10：智慧银行设计产品的三个发展阶段



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3: 智慧银行设计产品的三个发展阶段详解

产品发展阶段	产品形态和服务内容	优缺点
单一的自助终端或系统	主要包括查询机、缴费机、存折补登机、回单打印机等	这类产品为专门处理某一项业务，实现某种单一功能，解决单一问题而生，银行需要采购多种类型的设备才能满足自助化服务需求，这对银行的成本控制和集约化投资构成挑战
前台业务的后移和集中化处理	主要采用单据影像化技术，通过影像传输，实现前台业务的后移和集中化处理（如流程再造集中作业系统、远程授权系统）	这类产品基于业务凭证、单据并通过传统柜台由柜员受理业务，后台集中处理，在业务处理标准方面收效明显，但其前台人工受理业务的模式未能释放人力资源，网点作业柜台人员不能释放并转岗为营销人员，这就阻碍了银行网点转型的发展。
VTS（虚拟柜台系统）为代表的高度集成型系统和设备统一客户业务渠道	虚拟柜台不仅在设备层面整合了功能复杂的各式功能模块，使客户可以通过一台设备就可以办理所有自助终端能够办理的业务，统一客户办理业务的渠道。在软件层面整合并重构银行业务处理流程，充分利用客户自助+创新的业务流程和后台专业审核模式	相比基于柜台人工受理模式速度提升数倍。虚拟柜台目前已在中国农业银行大量采购，收效明显，得到行业内其他银行客户的高度认同，并引发追随和对虚拟柜台系统的大规模需求。

资料来源：公司公告，银河证券研究部

虚拟柜台系统（Virtual Teller System 简称 VTS）又称超级柜台系统或虚拟柜员系统，以银行个人业务为主，对公业务为辅，针对来银行网点办理业务的客户群体，通过对多种硬件外设和软件系统的整合，统一客户在网点办理业务的渠道，实现远程客服协作、远程集中作业审批、客户自助业务办理和临柜预处理等多层次的作业分流。虚拟柜台系统根据银行业务新流程专门定制，整合了发卡器、打印机、柜员指纹仪、身份证阅读仪、摄像头、扫描仪等多种设备，功能覆盖个人开卡、签约、账户挂失、个人外汇、理财、基金等多项产品，可分为在网点大堂使用的立式设备和供低柜及上门营销使用的桌面式设备。虚拟柜台系统通过流程与技术创新实现有人值守和无人值守、社区和微型网点等多种形态的运营支持，形成新的模式，极大地提高银行的业务处理效率，并深刻地影响和改变银行业的运营模式和网点的功能定位，推动网点由交易处理向服务与营销转型。

图 11: 桌面式超级柜台系统


资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 13: 农行员工引导客户使用超级柜台
图 12: 立体式超级柜台系统


资料来源：北辰德官网，中国银河证券研究部



资料来源：中国银河证券研究部

VTS 具备功能强大、效率高、降低运营成本、安全性高等优点。第一，VTS 功能强大，显著分流柜面业务。VTS 涵盖 80%以上农行个人非现金业务，预计可以分流约 90%的柜面业务。可以办理包括开卡、电子银行等多类业务。第二，业务办理效率提高，减少填单防止客户信息泄露，提升客户体验。以开卡同时申请电子银行签约流程为例，客户办理业务时间缩短为原来的 1/7-1/4。第三，降低运营成本，业务办理由柜面转移至自助渠道，节省了专业会计人员，农行方面披露的测算结果显示，大型网点平均释放 2 人、中型网点 1 人、普通型网点 0.7 人。同时自助设备占地面积小，对营业场地要求不高，节省物业租赁成本；超级柜台业务办理全程无纸化节省会计凭证、单据流转、存储和管理，进一步降低了银行运营成本。第四，促进网点转型和三农金融服务。

表 4：超级柜台可以实现的非现金业务

分类	内容
账户管理类	客户风险评估、基金签约、基金TA账户开户、基金认购申购、基金赎回、基金定投签约、基金定投修改、基金定投解约、基金委托撤销、基金持有查询、开放式基金查询、理财产品签约、理财产品认购申购、理财产品赎回、理财产品委托撤销、理财产品持有查询、保险购买、保险撤单、国债购买、国债兑付、实物黄金购买、外汇纸黄金买卖、第三方存管
理财类	客户风险评估、基金签约、基金TA账户开户、基金认购申购、基金赎回、基金定投签约、基金定投修改、基金定投解约、基金委托撤销、基金持有查询、开放式基金查询、理财产品签约、理财产品认购申购、理财产品赎回、理财产品委托撤销、理财产品持有查询、保险购买、保险撤单、国债购买、国债兑付、实物黄金购买、外汇纸黄金买卖、第三方存管
外汇类	个人结汇、个人购汇、西联发汇、西联收汇、汇出汇款、汇入汇款、外汇买卖
信用卡类	信用卡申请、信用卡自动转账还款签约/修改/删除、信用卡-本行、他行借转贷、信用卡-账单/单笔分期、信用卡综合查询
结算类	定期转活期、活期转定期、本行同城转账、本行异地转账、他行同城转账、他行异地转账、水/电/气/通讯缴费、其它缴费
电子银行维护业务	网上银行、掌上银行、手机银行、短信银行、微信银行的开通、签约、解约、信息维护
公司业务	对公开户、账户启用、对公签约

贷款类业务 定期转活期、活期转定期、本行同城转账、本行异地转账、他行同城转账、他行异地转账、水/电/气/通讯缴费、其它缴费

其它 依据各商业银行要求定制开发和当地特色业务

资料来源：公司公告，银河证券研究部

表 5：部分非现金业务在超级柜台应用前后业务处理时间对比表

分类	集中前	集中后	提速	提速率
开卡	9分55秒	3分3秒	6分52秒	3倍
网上银行签约	7分20秒	2分19秒	5分1秒	3.5倍
开卡联动电子银行签约	19分5秒	3分43秒	15分20秒	约6倍
账户解锁	3分25秒	1分50秒	1分35秒	2倍
账户解挂	4分30秒	2分2秒	2分28秒	2倍
账户激活	3分45秒	2分3秒	1分42秒	1.5倍

资料来源：公司公告，银河证券研究部

VTS 相对 VTM 具有成本、效率、效益等多重优势。 VTM 只是把原来在柜台面对面办理业务的模式通过网络和设备实现远程视频连接的服务模式；VTS 是从业务流程优化、客户确认模式、无纸化作业、后台人员缩减为发出点而设计的业务平台，并结合不同场景需要量身定制设备，对于银行的价值包括成本降低、风险控制、客户体验好、营销能力增加、营销半径扩大（可以通过移动设备上门服务），改变了银行生态（从等人上门到主动出击）。

图 14：超级柜台可办理的业务种类



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

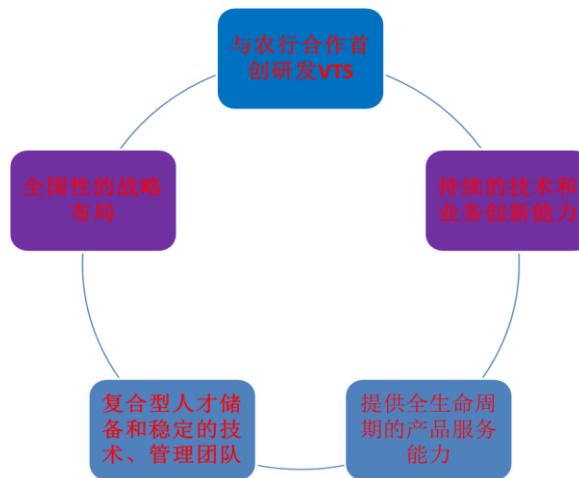
VTS 潜在市场巨大，千亿市场有望加速爆发。 VTS 可以布局在银行网点、小区和便利店三类地方，一方面是布局银行网点，推动网点轻型化、自助化和智能化转型；二是银行业务创新，打造轻型化银行，通过 VTS 布局向小区、便利店进行业务延伸。截至 2014 年年末，我国银行业金融机构网点达 21.71 万个；未来小区数量至少在 100 万以上；我国国内便利店数量众多，据不完全统计，仅上海便利店数量就有约 7000 家。根据草根调研，立体式 VTS 价格大约 4 万多元，平面式 VTS 价格一万多元；随着未来功能增加，带现金模块则将会价格翻倍；一般小型

银行网点约 20 万投资，大型银行网点 40-50 万投资。我们假设：随着未来银行采购量的增大，一个银行网点采购 VTS 投资 40 万元；一个社区平均布局两台立体式 VTS；一个便利店布局一台 VTS，照此计算，VTS 具有千亿级别市场空间。另外，根据中国农业银行《2014 年度社会责任报告》披露数据，2014 年，农行全年共在 1,320 个网点布放大堂式、桌面式超级柜台共计 1,856 台，现在正向所有网点推广上述虚拟柜台系统。根据农行的示范效应，我们预计其他银行后续将会加速跟进，VTS 千亿市场有望加速爆发。

(三) 北辰德是 VTS 领域龙头企业，业绩将加速增长

北辰德智慧银行最具代表性的智能设备是 VTS(虚拟柜台系统)，在行业内占据领先地位。超级柜台项目为北辰德与中国农业银行合作开发的新型智能银行产品，公司协助农业银行总行项目组承担整套软件平台研发、产品功能定义、样机试制、生产和批量供应，并协助农业银行总行完成了相关设备的标准制定。公司顺利实现农行综合虚拟柜台的产品定型，逐渐成长为银行业智慧银行专业服务的提供商，通过向银行提供成熟的解决方案和实施服务积累了丰富的项目经验和大量的优质客户，是我国金融业信息化领域的专业企业之一。北辰德竞争对手包括有浪潮信息、长城信息、广电运通、证通电子、中科金财、北京兆维电子等。北辰德的核心竞争优势体现在行业首创的智能银行产品、持续的技术和业务创新能力、提供全生命周期的产品服务能力、复合型人才储备和稳定的技术和管理团队、全国性的战略布局等方面。北辰德凭借上述竞争优势，将系统化思维、大数据分析嵌入硬件产品中，为今后对银行自助平台产生的业务数据提供基于大数据分析的金融营销、风险控制和运营管理等解决方案打下基础，既和现有产品形成互补，又能提升产品创新能力，实现更多盈利增长点。

图 15：北辰德竞争优势



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

表 6：北辰德与农业银行合作的柜台项目的进展情况

时间	进展
2013 年 5 月	农业银行开始在深圳分行测试超级柜台项目，经过近一年大业务量的测试，北辰德科技不断优化和改进，前后经历二十多代产品更新，使超级柜台在农业银行落地定型，并开始在深圳分行全面推广使用。

2014年7月至2014年11月 农业银行在全国其他分行试点推广超级柜台，北辰德科技协助农业银行完成了除西藏、新疆以外三十多个省分行的系统搭建和设备测试，并上线运行。

2014年11月 农业银行启动了超级柜台设备的集中采购招标。农业银行超级柜台设备配置标准由农业银行完成制定，所有供应商均须按照统一标准生产，除产品成熟度和稳定性方面存在差异外，北辰德科技和其他所有供应商生产的超级柜台的产品配置、外观都相同。农业银行超级柜台设备招标采取邀请招标方式。根据招标公司咨询反馈，农业银行对采取邀标方式进行的招标结果不对外公示中标情况，因此无法得知其它入围供应商及其负责区域以及产品、价格等相关信息。

2015年5月 北辰德科技收到农业银行中标通知书，并签署了《中国农业银行股份有限公司超级柜台项目采购合同》，北辰德科技承担农业银行约7,000个网点的设备供货和约6,000个网点的后备供货。

资料来源：公司公告，银河证券研究部

农行项目树立标杆效应，北辰德VTS市占率有望进一步提高，业绩将加速成长。 VTS获得银行客户高度认同，继农行之后，建设银行、邮储银行以及郑州银行、南昌银行等众多银行也随之跟进。北辰德于2015年5月中标中国农业银行超级柜台项目的采购合同，随着公司对该合同的执行，预计将为中国农业银行6,000-7,000个网点提供超级柜台设备，北辰德的产品市场占有率将进一步提高。另外，根据公司公告，公司产品解决方案获得大型商业银行采用，得到了其它商业银行行业客户广泛认同，目前已有多家大型商业银行、股份制银行、城商行和农信社与北辰德科技开展交流、需求讨论、规划设计，准备实施该项目和采购该产品。同时，随着各银行业务的持续发展，产品也需要持续更新升级。客户对北辰德产品的黏度较大，具有很高的可持续发展性和盈利能力。据此，我们预计北辰德VTS业务未来几年有望加速增长。

表7：北辰德虚拟柜员系统新客户开发实施进度

客户	进展
客户一	开发的超级柜台软件系统已完成50%的工作量，并于2015年8月收到该行中标通知书，计划2015年末上线第一期业务；硬件设备标准由北辰德科技独家协助行方制定，经过前期讨论接近完成。客户一计划2015年底在部分分行进行试点，最新的该行标准配置为每网点2台立式机，5台桌面机，该行约有1,300家营业网点，社区银行网点另计。
客户二	开发的超级柜台软件一期已完成；超级柜台硬件设备于2015年8月已在总行指定的深圳分行部分试点网点开展试用，计划2015年至2016年初完成深圳分行的扩大试点，并于2016年在该行进行全面推广。该行标准配置为每网点3台立式机，2台桌面式机，1台便携式机，该行约有1.5万家营业网点。
客户三	超级柜台（非现金自助柜台）项目于2015年5月开始现场开发，目前处于业务测试阶段，预计2015年9月一期业务试运行并投产上线；硬件设备标准正在同步制定过程中，预计2015年底完成陕西省试点分行的超级柜台硬件设备销售，并于2016年在该行进行全面推广，该行约有4万家营业网点。
客户四	超级柜台（智能柜台）项目于2015年5月开始现场开发，目前正处于业务测试阶段，预计2015年9月一期业务试运行并投产上线；北辰德科技协助该行制定的硬件设备标准已完成，目前超级柜台硬件设备正在生产备货中。
客户五	超级柜台（智能柜台）项目于2014年8月开始现场开发，2014年11月一期业务试运行投产，并于2014年12月正式上线推广。同时，该项目二期业务也于2014年10月开始现场开发，并于2015年5月正式投产上线，目前该项目第三期业务开发正在讨论阶段。北辰德科技销售客户五的超级柜台（智能柜台）硬件设备正在全行推广过程中。
客户六	超级柜台（智能柜台）项目于2015年4月开始现场开发，目前仍处于开发阶段；北辰德科技协助该行制定的硬件设备标准目前正处于讨论修订阶段。

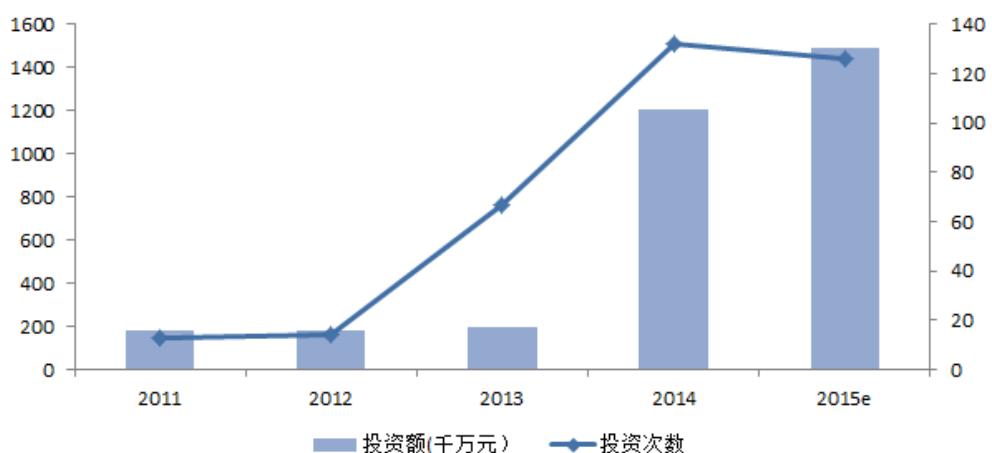
资料来源：公司公告，银河证券研究部

三、机器人等智能硬件放量在即，棠棣业绩有望超预期

（一）棠棣加码智能终端集成，“软硬兼施”拓宽应用场景

伴随语音识别、人脸识别、智能客服等逐步成为成熟的“基础设施”，智能硬件爆发在即。随着人口老龄化、居民收入提高，人工替代需求日益迫切。智能硬件发展的本质是人工替代，人工替代的路径将从简单场景逐步扩大的复杂场景。智能硬件大多属于消费品，理论上可实现标准化、系列化产品，较易批量化；一旦拳头产品成功推广，业绩将爆发式增长，有望形成类似于 Apple、Google、微软、IBM 等全球科技龙头企业。

图 16：2011-2015 年智能硬件行业投资额 及投资次数



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

棠棣今年加大智能硬件终端集成产品的研发，整合公司业务和技术优势，通过“软硬结合”强化了服务能力，拓宽应用场景，营业收入有望因此大幅提升。棠棣是一家以“支付清算”为核心能力的软件和系统服务公司，主要为国内外金融机构、互联网金融企业、第三方支付公司提供支付结算、互联网理财、网络贷款的软件产品和系统集成服务。在此基础上，公司推出了加大了智能终端集成投入，研制了便民服务终端、扫码 POS 机、银行服务机器人、移动发卡机等智能硬件设备。

图 17：集成终端产品——扫码 POS

图 18：集成终端产品——便民自助终端



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

智能硬件行业的爆发，以及公司有望通过终端集成获取较好收入是14年签订收购对赌协议预期外因素，我们认为，棠棣科技未来三年业绩超预期是大概率事件。公司2014-2016年承诺净利润分别不低于1,400万元、2,200万元、3,000万元。实际来看，2014年即实现利润1821万元。伴随新的“软硬件产品”逐步研发成功，同时，受益于智能硬件发展浪潮，棠棣信息在保持传统业务稳定增长的情况下，智能硬件有望取得超预期收入。

(二) “棠宝”银行服务机器人放量在即

“棠宝”智能金融机器人是棠棣科技最新推出的一款银行类智能机器人，它具备语音识别与人脸识别功能，能够帮助银行实现理财咨询、业务查询、业务办理等。“棠宝”对接科大讯飞全自然语音交互平台，准确率高达95%，体验超自然的人机交互；高清摄像头，实现精准的人脸识别与拍照功能；可以随意行走，避障能力强，可实现精确导航功能；顶部搭载多媒体触摸屏，可用于播放视频广告，助力银行各项业务开展；机身可轻松扫描身份证件、二维码，读取各种磁条卡、IC卡；拥有密码键盘和打印设备，可以办理各种银行业务，并打印凭条。

图19：“棠宝”与北京市副市长李士祥互动获高度赞扬



资料来源：棠棣信息官网，中国银河证券研究部

图20：服务机器人“棠宝”



资料来源：棠棣信息官网，中国银河证券研究部

交通银行首推银行智能服务机器人，形成较好“示范效应”和“广告效应”，其他银行将

跟随模仿与之竞争，旺盛需求有望于 2016 年爆发。交通银行智慧大堂服务机器人“交交”成功在上海、江苏、广东、重庆等近 30 个省市的营业网点正式“上岗”，成为国内首个全面获准进入金融领域的智慧型服务机器人。它不仅能指导顾客办理相关业务，还会各种调侃卖萌，一段服务流程的视频也通过微信朋友圈等社交网络迅速扩散开来，“专业”和“萌萌哒”的形象迅速传播，极大推广了银行服务机器人的认知度。有交行“交交”的示范效应，对“棠宝”的推广也起到了极大的促进作用。

图 21：“交交”获的关注和好评



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

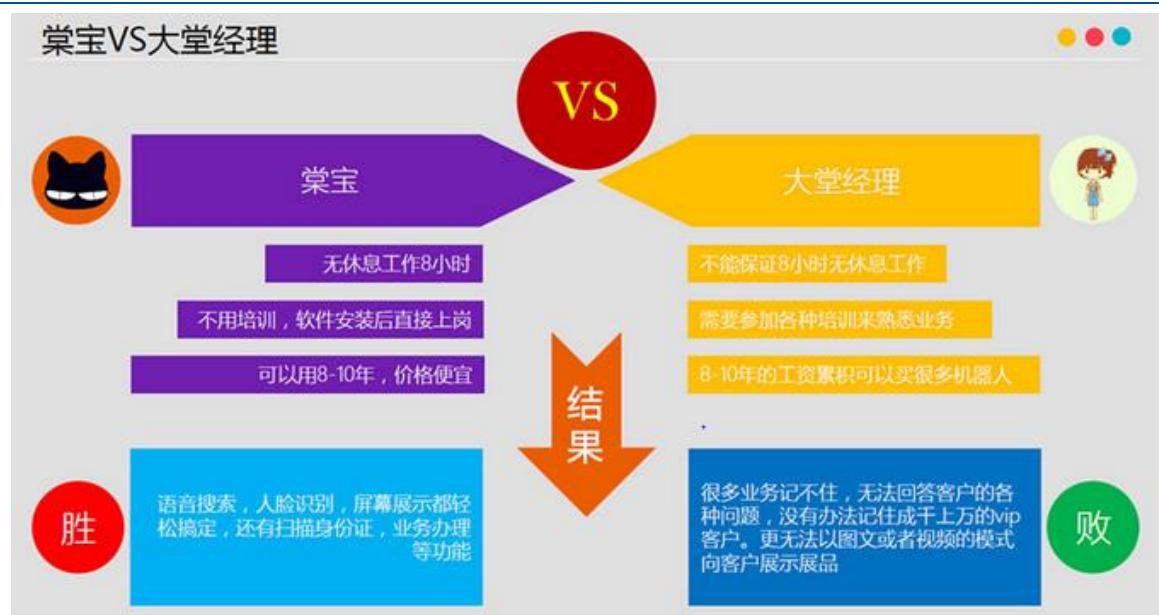
图 22：“交交”主动服务客户，不知疲倦



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

银行智能服务机器人直击了银行高昂人力成本和管理的痛点，有望造就“杀手级”爆品。机器人有效减少了网点人员配置，也大幅度减少了培训的时间和成本，对辅助银行网点进行客户维护，提升用户体验具有实际意义。场地服务机器人是智能服务机器人领域的集大成者，互联网科技巨头与资本巨头共同瞄准了智能服务机器人领域，纷纷加码投资，不仅有望协同其互联网、大数据和云计算方面的优势引领人工智能技术的发展，同时带入行业的大量资本也会极大增厚行业的资本实力，吸引更多的人才和资金投入到行业的开拓当中来，形成良性发展循环。

图 23：银行智能服务机器人与普通员工对比



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

(三) 围绕支付清算能力推出集成终端“三剑客”，高增长可期

公司围绕支付清算能力推出集成终端“三剑客”：微 POS、便民服务终端和移动发卡机。强大功能解决实际问题，市场需求旺盛，高增长值得期待。微 POS 是棠棣科技最新推出的一款手持型移动支付终端设备，具有扫码支付、条码支付、退款、交易管理等功能，能够方便接入支付宝、微信支付、百度钱包、苏宁易付宝等第三方支付平台，实现快速交易。目前，腾讯、阿里等巨头正在强推扫码支付，扫码 POS 需求量旺盛。公司具备银行收单、支付等软件和解决方案平台优势，如今切入硬件终端，能够提供一站式解决方案，将增强公司产品竞争力，同时也促进项目总额和收入的提高。

图 24：以微（扫码）POS 为基础的商户 020 运营解决方案

运营方案（例）：银行移动收单（微信）和商户O2O运营解决方案



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

便民服务终端是一套以业务接入与输出为核心、渠道管理为主体的系统。在为广大用户提供一个方便、快捷的服务通道的同时，也为服务提供商拓展了商业渠道，开发了新的市场。通过渠道接入、支付网关、交易网关、安全管理等模块，实现了终端机、平台、服务提供商之前的信息流转。平台接入服务商后，通过终端机为人们提供各种服务内容，如水电煤缴费、手机充值等。广东华大集成技术有限责任公司（简称“华大集成”）于2014年8月份与上海掌棣信息科技有限公司签订增值业务内容平台及终端软件，实现公共事业代缴费、手机话费充值、社保缴费、食品安全追溯、火车票、汽车票、飞机票等查询购买、卡卡转账、公交卡充值、信用卡还款、彩票下注、电商平台o2o、终端媒体广告在线发布等功能。

图 25：便民服务终端整合资源并拓展商业渠道



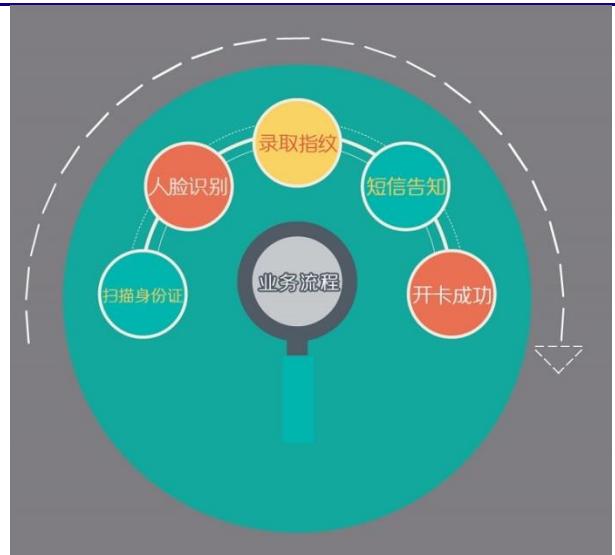
资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

移动发卡机是上海棠棣研发的新一代产品，可根据业务需求和场地需要，随时随地开展柜台发卡业务，可以将柜台业务延伸到客户需要的地方。它是企业主动营销的重要工具。移动发卡机广泛适用于银行卡自助开卡、医院诊疗卡建卡、酒店房卡开退卡、超市会员卡自助办理等场合。全自动开卡、签约和办理(身份证件扫描+人脸识别+指纹识别+手机短信)，首先扫描身份证件进行办卡资格审核，再利用生物识别技术(人脸识别)对所办理业务进行审核，以及个人信息(指纹识别)凭证的留存，并以短信方式来确认，协助开卡流程顺利进行。

图 26：终端集成产品——移动发卡机



图 27：移动发卡机使用流程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

四、积极布局互联网金融业务，社区 O2O 值得期待

（一）以棠棣科技为主体，布局互联网金融业务

棠棣科技是互联网金融建设的领先者，公司将以棠棣为主体布局互联网金融业务。棠棣科技是一家为国内外金融机构、互联网金融企业、第三方支付公司提供支付结算、互联网理财、网络贷款的软件产品和系统集成服务的公司。棠棣科技互联网金融经验丰富，包括 P2P 网贷系统、互联网金融核心业务系统、互联网综合理财平台、直销平台、征信系统、互联网支付系统、互联网收单系统等都有布局，互联网金融企业也是公司主要客户。

图 28：棠棣科技主营业务



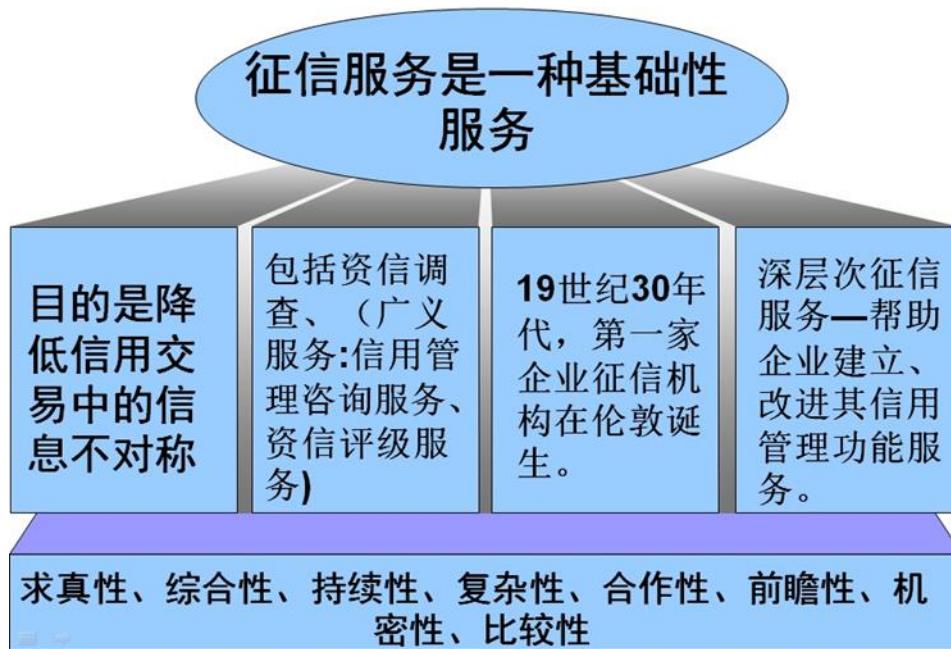
资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

棠棣科技互联网金融业务布局有望进一步完善。棠棣科技新三板上市转股说明书披露，将积极拓展互联网金融业务，提高公司知名度。同时还披露，为巩固和加强棠棣科技在行业内的地位，成为互联网金融软件行业的领导型企业，将立足金融行业，以综合服务优势和核心竞争力为依托，广泛发展合作伙伴，积极整合资源，引导行业的进一步良性发展；将在适当的时候采取收购兼并等方式来拓宽自己的业务范围，实现扩张，提升规模效应。

（二）征信、P2P、消费金融等全面布局

征信是互联网金融、消费金融等发展的基础设施，市场前景广阔，政策推动下行业迎来发展良机。我国征信行业与成熟的国家相比尚处于起步阶段，征信行业市场容量小，行业价值有待全方面深入开发。随着《征信业管理条例》、《征信机构管理办法》和《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020 年)》的颁布，征信行业将会迎来良好的发展机遇。

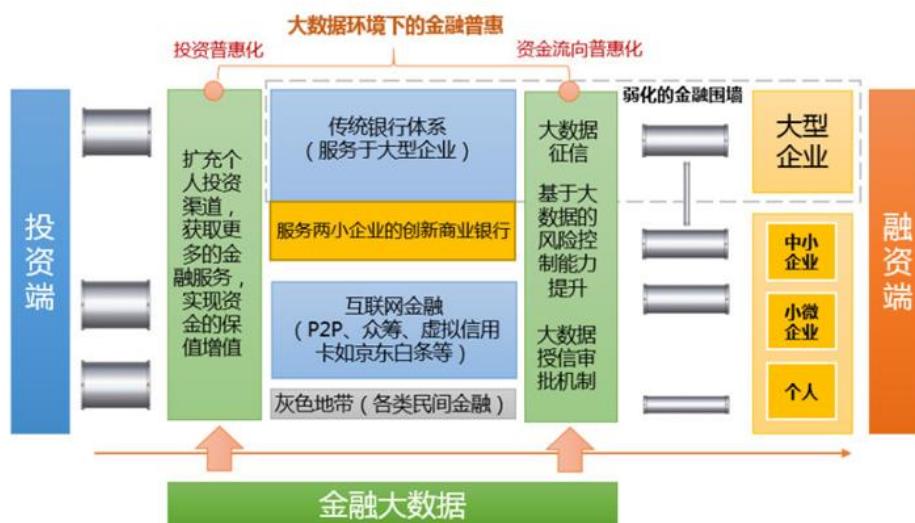
图 29：征信服务是一种基础性服务



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

我国普惠金融政策持续推进，普惠金融迎来最好时代。2014年首次将互联网金融写入政府工作报告，今年政府工作报告再次强调要大力发展普惠金融，让所有市场主体都能分享金融服务的雨露甘霖。11月9日，中央全面深化改革领导小组第十八次会议审议通过了《推进普惠金融发展规划(2016—2020年)》，文件指出，发展普惠金融，目的就是要提升金融服务的覆盖率、可得性、满意度，满足人民群众日益增长的金融需求，特别是要让农民、小微企业、城镇低收入人群、贫困人群和残疾人、老年人等及时获取价格合理、便捷安全的金融服务。

图 30：普惠金融将为中国金融体系带来创新的动力



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

消费金融公司不吸收公众存款，以小额、分散为原则利用产品推广刺激消费者的消费。2009年，经国务院同意，北京、天津、上海、成都四个城市展开消费金融公司试点工作。2013年，试点城市扩围，新增了12个试点城市。2015年11月23日，国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》再次提出，鼓励符合条件的市场主体成立消费金融公司，将消费金融公司试点范围推广至全国。截至2015年三季度末，已开业消费金融公司资产总计508亿元，累计实现利润12.23亿元，累计服务客户560万余人。

图 31：消费金融的开展



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部



图 32：消费信贷的规模



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

拟设立上海惠誉，布局征信领域。棠棣科技与贵州贵安新区银统证券投资、石家庄汇丰源投资集团拟共同出资设立上海惠誉征信有限公司，股权比例分别为45%、40%、15%，注册资本5,000万。新公司将充分利用股东的技术优势、资源优势开展个人征信业务，同时也为开展的P2P网络借贷业务提供数据服务。

设立上海微银财富，进军普惠金融。上海2015年04月30，公司公告其与棠棣科技、海涵资产共同出资设立上海微银财富有限公司，股权比例分别为10%、21%、69%，注册资本5,000万，主要专注于互联网金融领域，搭建P2P网络借贷平台，为投融资提供服务。

把握国内消费增长大势，拟参与发起设立华银消费金融。公司于2015年10月26日召开的第二届董事会第二十一次会议同意公司出资不超过5,000万元参与发起设立华银消费金融股份有限公司。发起设立消费金融公司有利于优化公司经营结构、拓宽和丰富业务领域，为股东创造更大价值。

（三）社区O2O布局值得期待，或将促成互联网金融业务落地

棠棣科技已开发出部分社区O2O产品，更多新品值得期待。据棠棣科技新三板转让招股说明书披露，围绕金融行业软件业务，将重点研发互联网金融核心产品体系，完善产品线体系建设，已经研发成功或者正在研发的适用社区的O2O新产品有：银行移动收单（微信+支付宝）解决方案、社区便民服务终端。棠棣科技董事长接受媒体采访时曾表示“我们推出的社区O2O产品，是跟银行进行合作。银行做O2O是为了获得客户，做品牌宣传，对成本的投入会有更多的考量”。我们认为，公司非常重视社区O2O市场，有可能依托与银行合作的优势切入。

图 33：棠棣科技便民服务终端



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

通过社区 O2O 卡位流量入口，或将促成互联网金融业务落地。社区 O2O 商业价值巨大，BAT 等互联网巨头纷纷布局，产业资本大量涌入，万亿市场空间静待爆发。参考当前市场诸多布局社区 O2O 的企业如彩生活、速递易等，我们认为：公司目前具备 O2O 前端产品和后台服务的研发能力，未来可能通过社区 O2O 终端卡位流量入口，积聚 B 端和 C 端流量，可以为征信、消费金融、普惠金融等业务创造应用场景，未来或可促成相应互联网金融产品或应用项目落地。

表 8：部分上市公司 O2O 业务卡位流量方式

公司	上市时间	社区 O2O 业务切入方式
彩生活	2014/6/30	社区居民可以通过彩之云网站订阅和采购有关“衣、食、住、行、娱、购、游”的生活信息和服务，通过彩之云专注于社区服务平台的打造，集成社区服务供应商和社区周边各类商业实体，形成综合服务线上线下一体化的社区微商圈； 2014 年 12 月彩生活服务携手顺丰嘿客基于社区服务构建社区 O2O 生态圈
安居宝	2011/1/7	除云可视对讲、云停车场外，公司还推出“紧急救助”和“个人保镖”产品，建立 call center 为社区用户提供实时服务，以用户生活的地理位置为基点，整合社区内的购物、娱乐、生活等，为用户提供一站式的社区生活服务
捷顺科技	2011/8/15	捷慧通智能管理平台将停车场、门禁、梯控、访客和考勤等设备或功能联网，集成到统一的社区前置系统。同时，通过捷慧通云平台连接周边商户。通过智能终端业务的销售和售后服务盈利
三泰控股	2009/12/3	公司积极布局“社区服务+社区电商+社区金融”，抢占大社区平台，未来具有很大的发展空间及可拓展性。以“速递易”进入小区为楔子，通过多维度、多领域服务，建立从城市到社区、进小区进家庭的全生态、基于互联网的、开放的社区创业创享综合服务平台
新开普	2011/7/29	整合校园一卡通应用及学生学习、生活、交友、娱乐、消费、求职等功能于一体的校园 APP “玩校”，其可以与学校现有的校园一卡通系统进行无缝对接，实现学生校园门禁、食堂、超市消费等应用场景，还能进行水电费缴纳、消费记录查询、自助挂失等操作，加速形成校园 O2O 商业模式闭环

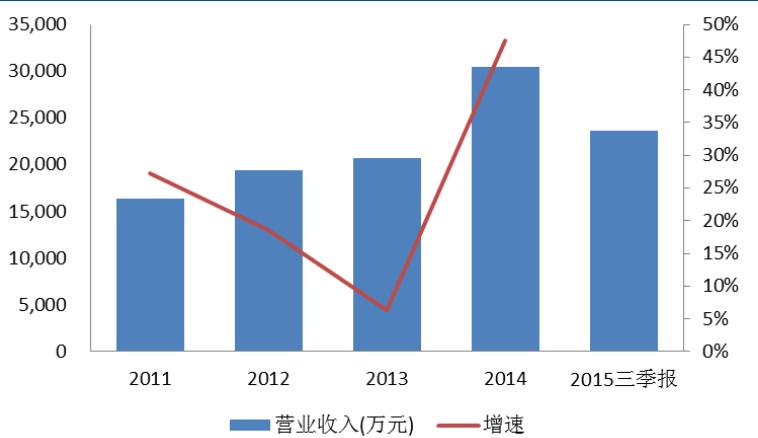
资料来源：互联网，中国银河证券研究部

五、传统业务平稳增长，预计外延对业绩提升贡献更大

(一) 传统业务将平稳增长

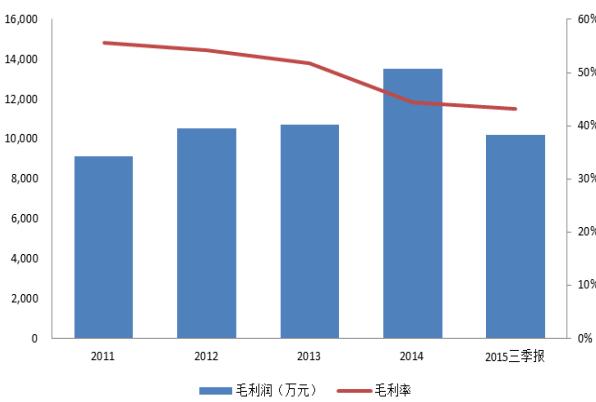
公司近两年营收增长较快，净利润略有下滑；目前折旧摊销费用维持稳定，随着公司销售规模扩大，单位成本分摊的折旧摊销降低，毛利率和利润预计将快速提高。2015年，公司前三季度收入达23,666万元，比去年同期增长88.67%。收入的增长主要来源于：(1)公司捆扎产品、自助产品销售同比增加；(2)2014年收购和新设企业合并进公司财务报表，这些公司已逐步正常开展业务，导致公司营业收入、营业成本增加。公司毛利率和净利润近年来下降，原因在于：(1)近年来金融机具市场竞争日益加剧，公司部分产品销售价格不断下滑；(2)公司前期由于投资建厂等折旧摊销较多所致。我们预计，捆扎装订等业务毛利率未来将逐渐企稳，而自助产品是拉动母公司业务成长的主要动力。

图 34：公司营业收入情况



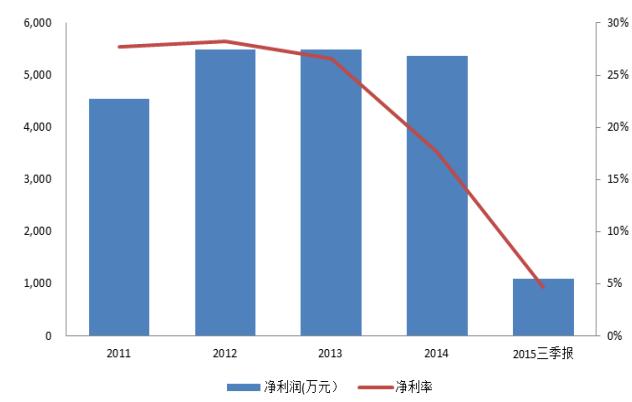
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 35：汇金股份毛利情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 36：汇金股份净利情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 收购的两家公司是拉动公司成长主要动力

棠棣科技和北辰德成长性高，预计两家收购公司比传统业务对公司业绩提升贡献更大。目前，公司外延式布局收益主要来源于棠棣科技（持股 51%）与北辰德（持股 55%）。根据业绩承诺，棠棣科技 2014 年、2015 年和 2016 年的净利润分别不低于 1400 万元、2200 万元以及 3000 万元，北辰德科技 2015 年、2016 年和 2017 年的净利润分别不低于人民币 3,750 万元、4,950 万元以及 6,300 万元，据此测算，2015 年和 2016 年两者将分别为公司带来不少于 3184 万元、4252 万元的净利润，显著提升公司利润水平；同时，鉴于对棠棣科技和北辰德科技业务前景的分析，我们预计未来两公司业绩超承诺利润是大概率事件。与传统业务相比，无论从净利润规模，还是从业绩增速来看，两家收购公司对上市公司整体的业绩增长贡献更大。

(三) 转型战略执行坚决，预计外延将持续推进

上市对公司而言是一个新的起点，公司确立了“高端制造业”和“互联网金融”的战略定位，积极向“银行整体解决方案提供商”转型。上市一年多以来，公司先后收购了东方华兴、棠棣科技和北辰德，计划设立华银、微银财富、惠誉信征信、博彦汇金、天源数字、德兰尼特等公司（部分为暂定名），进军消费金融、互联网金融、个人征信等领域。整体而言，一系列动作说明公司转型战略明确，执行力强。另外，公司资本运作经验不断提高，收购标的的规模不断增大，我们预计未来外延收购公司的体量或将更大，从而带动公司跨越式发展。

五、盈利预测与投资建议

公司具备多年金融 IT 硬件制造优势，积极推动战略转型；公司的银行 IT 业务进入迎来重大突破，VTS 有望加速爆发；互联网金融业务加速拓展，O2O 布局未来科技，或将促成互联网金融业务落地；内生业务增长较快，预计未来外延对业绩提升比内生业务贡献更大。

预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.21、0.48 和 0.73 元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，参考互联网金融公司的估值水平，我们认为公司合理估值为 16 年 PE 在 120X 左右，对应合理估值约 58 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

利润表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	305	396	1,228	1,938
减：营业成本	170	211	663	1,027
营业税金及附加	1	4	12	19
销售费用	36	44	141	223
管理费用	40	63	209	339
财务费用	(1)	1	3	5
资产减值损失	6	8	10	12
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	53	66	190	312
加：营业外收支净额	8	10	15	15
三、利润总额	61	76	205	327

减：所得税费用	7	10	31	49
四、净利润	54	66	174	278
归属于母公司的利润	45	53	118	181
五、基本每股收益（元）	0.17	0.21	0.48	0.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 神州数码金融云中心示意图.....	3
图 2: 金融大数据功能.....	3
图 3: SaaS + 商业云.....	3
图 4: 中小银行可能的未来业务模式.....	3
图 5: 公司产品系列.....	4
图 6: 北辰德客户	7
图 7: 北辰德合作伙伴	7
图 8: 银行网点转型方向	8
图 9: 效率、安全性和精确性三大因素推动银行自助设备替代人工	8
图 10: 智慧银行设计产品的三个发展阶段	9
图 11: 桌面式超级柜台系统	10
图 12: 立体式超级柜台系统	10
图 13: 农行员工引导客户使用超级柜台	10
图 14: 超级柜台可办理的业务种类	12
图 15: 北辰德竞争优势	13
图 16: 2011-2015 年智能硬件行业投资额 及投资次数.....	15
图 17: 集成终端产品——扫码 POS.....	15
图 18: 集成终端产品——便民自助终端	15
图 19: “棠宝”与北京市副市长李士祥互动获高度赞扬	16
图 20: 服务机器人“棠宝”	16
图 21: “交交”获的关注和好评	17
图 22: “交交”主动服务客户, 不知疲倦	17
图 23: 银行智能服务机器人与普通员工对比	17
图 24: 以微 (扫码) POS 为基础的商户 O2O 运营解决方案.....	18
图 25: 便民服务终端整合资源并拓展商业渠道	19
图 26: 终端集成产品——移动发卡机	20
图 27: 移动发卡机使用流程	20
图 28: 棠棣科技主营业务	21
图 29: 征信服务是一种基础服务	22
图 30: 普惠金融将为中国金融体系带来创新的动力	22
图 31: 消费金融的开展	23
图 32: 消费信贷的规模	23
图 33: 棠棣科技便民服务终端	23
图 34: 公司营业收入情况	25
图 35: 汇金股份毛利情况	25
图 36: 汇金股份净利情况	25

表 格 目 录

表 1: 棠棣科技传统主要产品	5
表 2: 北辰德主要的三大类产品和服务	6
表 3: 智慧银行设计产品的三个发展阶段详解	10
表 4: 超级柜台可以实现的非现金业务	11
表 5: 部分非现金业务在超级柜台应用前后业务处理时间对比表	12
表 6: 北辰德与农业银行合作的柜台项目的进展情况	13
表 7: 北辰德虚拟柜员系统新客户开发实施进度	14
表 8: 部分上市公司 O2O 业务卡位流量方式	24
利润表	26

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。

沈海兵，计算机行业证券分析师。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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn