

润和软件 (300339)

强烈推荐

行业：IT 服务

## 银行保险齐上阵，金融 IT 新秀再腾“云”

公司是高端软件外包企业，2014 年起陆续收购捷科智诚、联创智融转型金融 IT 服务商，目前金融信息化业务收入和毛利贡献均超过 60%。短期来看，公司将凭借在银行新一代核心系统方面的竞争优势保持至少 25% 的营收增长；中长期来看，公司收购菲耐得前瞻性布局保险 IT 涉足新蓝海；公司还积极布局金融云服务和能源互联网平台，发掘新增长动能，部分银行业务条线已实现云迁移占据先发优势。公司是进可攻、退可守的优质金融 IT 标的，强烈建议关注。

### 投资要点：

◇ **外延并购转型金融 IT，市场对联创智融优势预期不足。**公司传统软件外包业务聚焦能源信息化，受益智能电网改造将保持 15% 增速。银行 IT 未来几年中小银行 IT 投入是增长主力，联创承接民生银行新一代核心系统过半应用模块的开发任务，在银行核心系统解决方案市场仅次于神州信息，将分享银行信息化 CAGR25% 的行业红利。市场或对联创竞争优势预期不足，联创超过 60% 的毛利率和近 40% 的净利率以及人均营收水平和同业相比均优势明显。联创拥有银行客户层级中最为优质的中型银行客户，继民生银行之后又上线多家城商行项目，参与项目招标外还主动营销咨询服务导入客户，业绩收入有保障。

◇ **保险将是继银行后一个信息化大市场，公司前瞻性布局保险 IT。**公司互联网牌照落地进展备受市场关注，我们更推荐关注公司收购菲耐得在保险 IT 方面的布局。保险将是继银行后下一个受互联网冲击的大行业，对 IT 支持的需求也将爆发，保险 IT 市场将接近百亿，CAGR26% 以上，而目前 A 股保险 IT 标的稀缺。公司参股互联网保险企业“新一站”，中长期还有望在行业加速渗透阶段分羹互联网保险业务。

◇ **公司对收购标的整合良好，并积极布局金融云服务。**并购标的涉及的金融软件测试、银行 IT 和保险 IT 有很强的业务协同性，收购至今捷科智诚和菲耐得都实现了业务收入和盈利规模以及人员的翻倍增长；联创智融也由项目制公司逐渐成长为具有全国区域交付能力的企业。公司引入前文思海辉金融 IT 高管钟峻坐镇金融事业部，持续增加研发投入提高自主性水平，积极布局金融云服务，推动金融 IT 普惠，目前已实现部分银行业务条线的云迁移。

◇ **可攻可守的低估值金融 IT 标的，强烈推荐，目标价 45 元。**预计公司 16-18 年 EPS 别为 0.90/1.14/1.37 元，对应 PE 为 34/27/22 倍，相比于金融 IT 板块 80 倍以上估值，公司具有较高业绩安全垫，而金融 IT 及云服务增长动能充足。

◇ **风险提示：**业绩承诺未兑现商誉减值风险；金融云服务平台进度不达预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1129	1393	1625	1914
收入同比(%)	54%	23%	17%	18%
归属母公司净利润	195	323	408	491
净利润同比(%)	77%	66%	26%	20%
毛利率(%)	37.9%	43.0%	44.0%	45.0%
ROE(%)	6.1%	9.1%	10.5%	11.6%
每股收益(元)	0.54	0.90	1.14	1.37
P/E	57.18	34.47	27.25	22.65
P/B	3.49	3.13	2.87	2.62
EV/EBITDA	53	30	25	21

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

参与人：刘玉萍

S0960115110038

0755-88320846

liuyuping@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 45

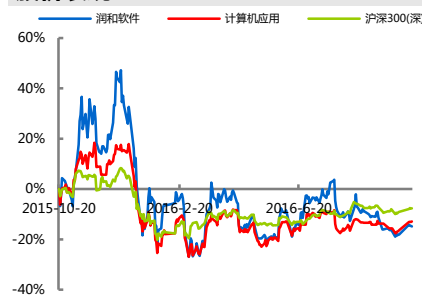
当前股价： 31.31

评级调整： 上调

### 基本资料

总股本(百万股)	358
流通股本(百万股)	203
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	3.35
成交额(百万元)	104.36

### 股价表现



### 相关报告

## 目录

<b>一、 高端软件外包企业，外延并购转型金融 IT 服务商</b>	<b>5</b>
1.1 收购转型，金融信息化成业绩核心	5
1.2 从第三方测试到银行核心系统，金融 IT 版图清晰	7
1.3 传统业务聚焦能源信息化，分享智能电网改造红利	9
<b>二、 银行业务系统占据一席之地，保险 IT 或成下一片蓝海</b>	<b>10</b>
2.1 银行 IT 解决方案市场垄断竞争，格局划分清晰	10
2.2 联创智融专长银行核心系统，润和金融 IT 新秀崛起	12
2.3 保险 IT 将是继银行 IT 后下一个纵伸空间很大的市场	16
<b>三、 腾云之势，搭建金融云服务和能源信息化平台</b>	<b>18</b>
3.1 密集布局金融云服务，普惠金融 IT	18
3.2 能源互联网平台，信息化管理提升能效	19
<b>四、 非典型软件外包商，选准战略方向华丽转型</b>	<b>20</b>
<b>五、 投资策略：强烈推荐，目标价 45 元</b>	<b>21</b>
<b>六、 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图目录

图 1 公司发展历史及近年外延拓展金融 IT 情况.....	5
图 2 公司主要产品和解决方案及主要客户.....	6
图 3 2016H 金融信息化业务已成首要收入构成.....	6
图 4 2013 年公司收入构成.....	6
图 5 公司通过外延并购金融 IT 业务占比增长迅速.....	7
图 6 公司营收和净利润一直保持高速增长.....	7
图 7 捷科智诚主要客户.....	7
图 8 捷科智诚规范化的测试分析体系.....	7
图 9 捷科智诚营收、净利、净利率以及业绩承诺情况.....	8
图 10 联创智融发展历史及典型客户案例.....	8
图 11 联创智融部分解决方案及实施案例.....	9
图 12 联创智融承诺净利润（亿元）.....	9
图 13 公司软件开发各类收入同比增长率（%）.....	9
图 14 我国电力信息化投资规模预测.....	9
图 15 银行 IT 解决方案分类.....	10
图 16 中国银行 IT 解决方案市场投资分布（2014）.....	11
图 17 中国银行业务类解决方案分类规模（2014）.....	11
图 18 我国银行 IT 解决方案市场规模预测.....	12
图 19 我国银行业务类解决方案市场规模预测.....	12
图 20 我国银行核心交易系统市场规模预测.....	12
图 21 我国银行 IT 进入流程银行 BANK2.0 时代.....	12
图 22 公司在银行 IT 解决方案市场发展潜力和竞争力排名中位列前茅.....	13
图 23 高伟达营收构成（2015）.....	14
图 24 长亮科技营收构成（2015）.....	14
图 25 南天信息营收构成（2015）.....	14
图 26 联创智融营收构成（2014）.....	14
图 27 民生银行基于流程理念的新一代银行核心系统功能组件架构示意图.....	15
图 28 联创智融自主化产品和服务品类.....	15
图 29 全国互联网保险收入及其占总保费比例.....	16
图 30 我国保险 IT 解决方案市场规模及预测，2012-2018.....	17
图 31 菲耐得现有保险信息化解决方案知识产权和项目经验.....	17
图 32 公司投资 1.5 亿元参与设立新一站在线财产保险股份有限公司.....	17
图 33 润和金融专属云服务平台包括银行云、保险云和新兴金融云三大模块.....	18
图 34 润和云迁移进度时刻表.....	19
图 35 公司能源信息化平台及运用场景.....	20
图 36 能源信息化平台提升能源交易效率.....	20
图 37 软件外包作业链之“微笑曲线”.....	21
图 38 软件外包价值链与产业链分工示意图.....	21
图 39 公司是非典型软件外包商，盈利水平高.....	21
图 40 公司研发投入和占营收比例逐年上升.....	21

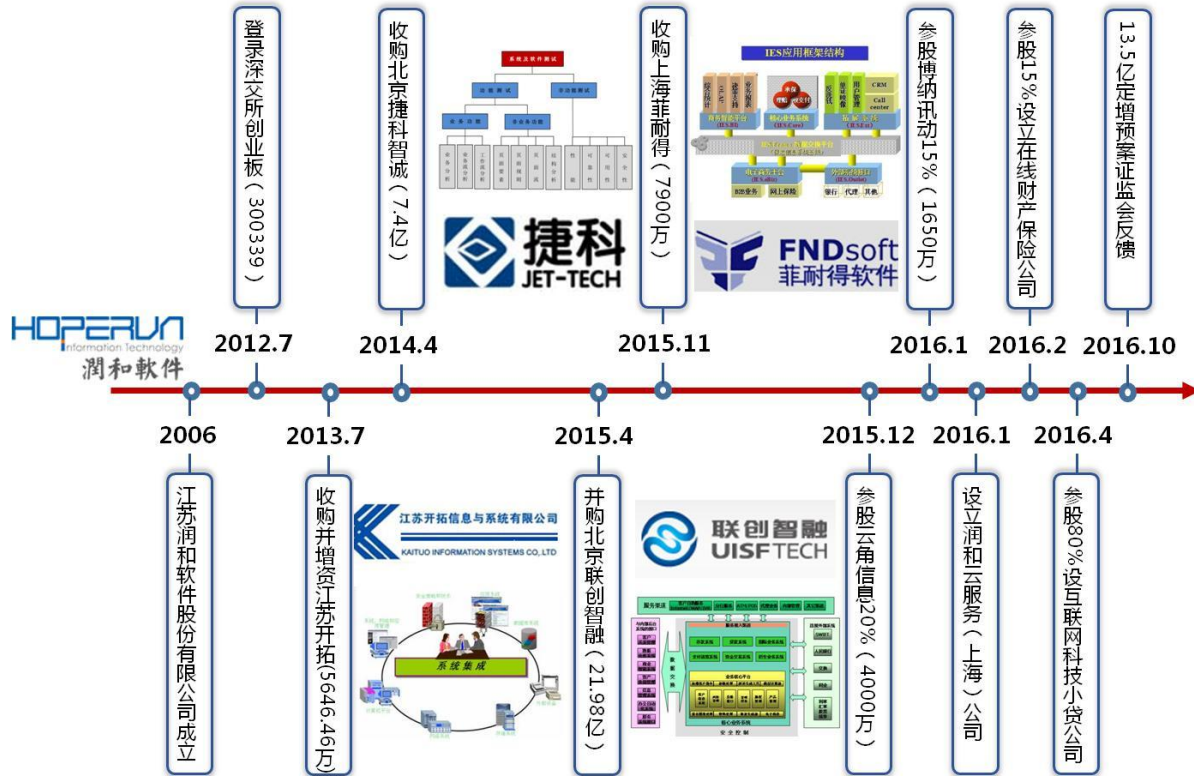
## 表目录

表 1 银行法人机构数 2009-2014：农村商业银行和村镇银行数量攀升.....	10
表 2 核心业务类解决方案子市场主要厂商收入和市占率，2015.....	12
表 3 联创智融和同类企业对比.....	13
表 4 联创智融客户分散度逐步提升.....	16
表 5 公司 2015 年底开始密集布局金融云服务.....	18
表 6 公司营业收入及利润预测.....	22

## 一、高端软件外包企业，外延并购转型金融 IT 服务商

公司传统主业是为国际、国内客户提供高端软件外包服务，专注智能终端嵌入式系统、供应链信息化和电网信息化。作为江苏软件外包产业联盟秘书长单位，公司具有较强的区域资源整合能力，整包软件后分包，处在全球软件外包价值链的高端。2014 年开始，公司通过收购捷科智诚、联创智融以及菲耐得，成功转型金融 IT 服务商。

图 1 公司发展历史及近年外延拓展金融 IT 情况



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

公司 2014 年 4 月 7.4 亿收购捷科智诚 100% 股份，涉足金融行业专业第三方软件测试服务业务；2015 年 4 月 21.98 亿收购联创智融 100% 股份，业务拓展至附加值更高的银行整体解决方案及产品信息技术服务；2015 年 11 月以自有资金 7900 万收购菲耐得 100% 股份，菲耐得主要向保险公司提供财险类业务应用产品及解决方案服务。

### 1.1 收购转型，金融信息化成业绩核心

公司目前主营业务构成包括：

1) 金融信息化：捷科智诚的金融专业化测试业务，联创智融的银行核心系统业务以及菲耐得的保险解决方案业务，主要客户包括民生银行、建设银行、包商银行、浦发银行和中国太保等。

2) 专业软件外包服务：电网信息化主要是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；供应链主要实现对生产、销售、物流、财务，数据智能分析等方面的信息化管理功能；终端嵌入式系统主要包括在智能手机、平板电脑、互动电视机顶盒等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。

3) 系统集成及运维服务：来源于公司 2006 年 7 月收购的子公司江苏开拓。

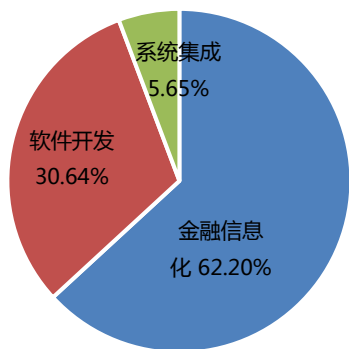
图 2 公司主要产品和解决方案及主要客户



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

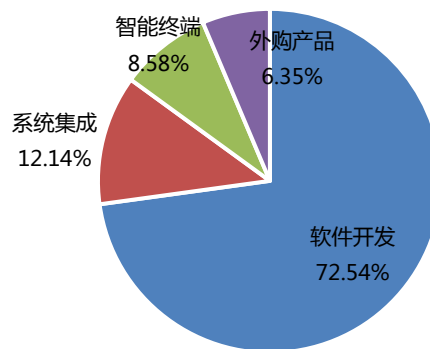
外延并购转型金融 IT 服务商以来，公司金融信息化业务已逐步成为最主要的收入和利润来源。2016 年上半年营收占比达到 62.20%，毛利贡献占比近 70%。

图 3 2016H 金融信息化业务已成首要收入构成



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

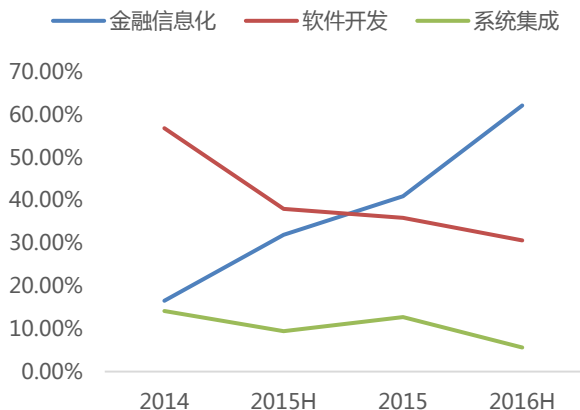
图 4 2013 年公司收入构成



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

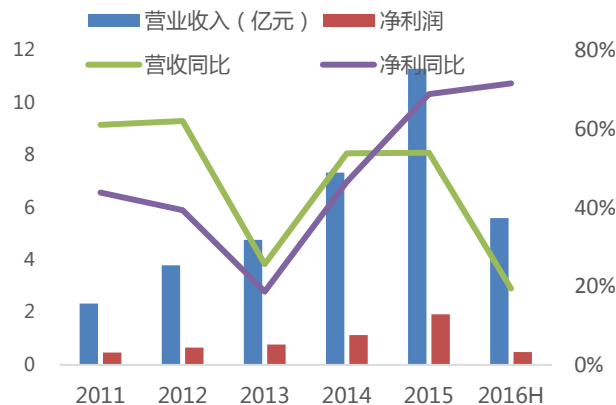
金融信息化业务在公司的主营业务占比两年内实现快速的增长，受益于互联网以及利率市场化冲击下银行 IT 投入的稳步增加，公司的营收和净利润也保持高速增长。2015 年公司营收突破 10 亿关口达到 11.29 亿，同比增长 53.92%；2016 年上半年度实现净利润 0.49 亿，同比增长 71.56%。随着中小银行对银行 IT 解决方案需求的释放，公司金融信息化业务将继续分享行业增长红利。同时公司也积极布局金融云服务，为企业不断寻求增长动能。

图 5 公司通过外延并购金融 IT 业务占比增长迅速



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

图 6 公司营收和净利润一直保持高速增长



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

## 1.2 从第三方测试到银行核心系统，金融 IT 版图清晰

### 1.2.1 公司对第三方专业测试商捷科智诚整合良好，实现业务协同

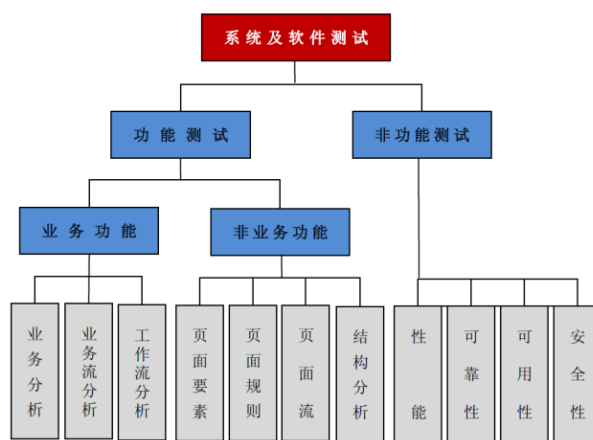
捷科智诚专注以银行为主的第三方测试服务，涉及银行核心系统运维测试、银行核心系统再造项目测试等。捷科智诚是国内较早开始专业测试服务的企业，多年来积累了丰富的行业解决方案经验和稳固的优质客户，属于行业三甲，市占率 25%-30%。

图 7 捷科智诚主要客户



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 捷科智诚规范化的测试分析体系

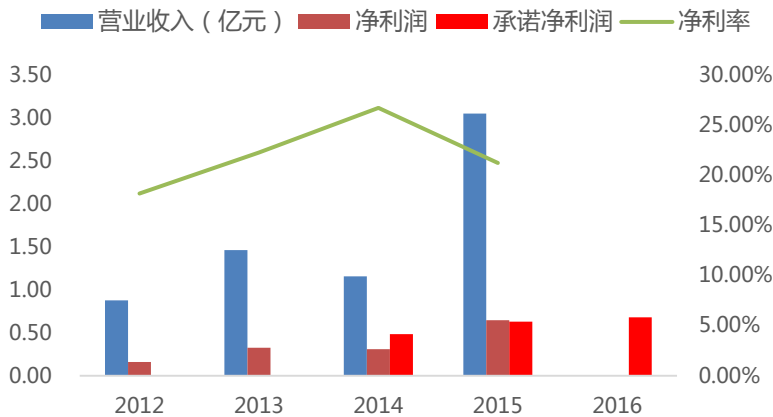


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

专业测试服务有助提升软件质量，是金融行业风险防控的重要途径。根据 IDC 预测，2011 年我国金融行业独立第三方专业测试服务市场的规模为 3 亿元，“十二五”期间 CAGR 约为 33.5%，到 2015 年市场规模将达 9.62 亿元。

捷科智诚 14-15 年业绩承诺完成良好，公司业务较为稳定，预计 16 年亦可完成业绩承诺并实现业务的稳健发展。润和收购后对捷科智诚的整合良好，捷科公司规模从收购前的 800 多员工，不到 2 亿收入扩充到现在的 1800 人左右，收入近 4 亿。覆盖的客户也从上市银行和大的城商行拓展到保险等非银金融机构，和公司旗下菲耐得的保险解决方案业务存在协同。

图 9 捷科智诚营收、净利、净利率以及业绩承诺情况

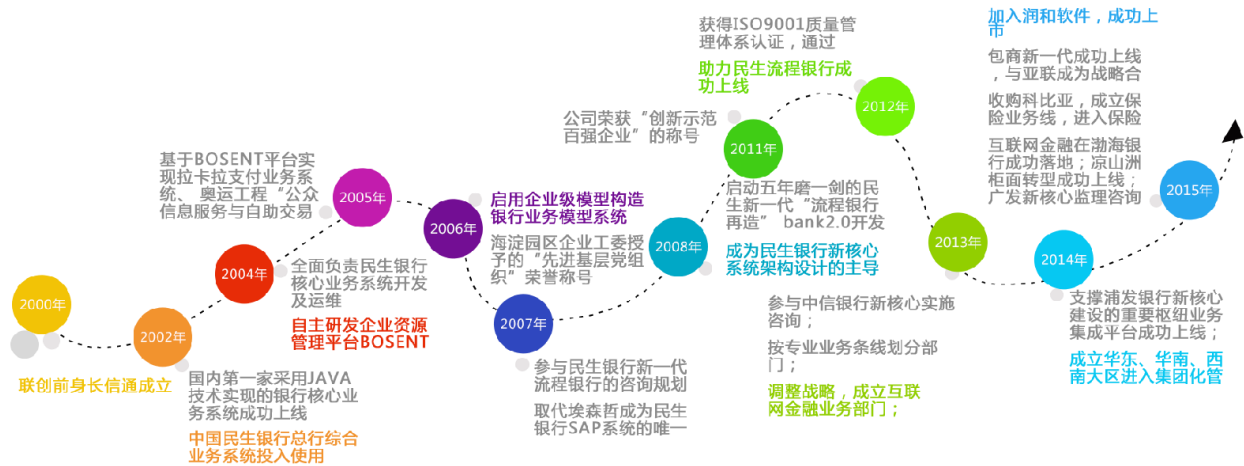


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 1.2.2 高附加值业务的联创智融成公司业绩主力

**联创智融承接民生银行新一代核心系统过半应用模块的开发任务，竞争力凸显。**联创智融成立于 2000 年，是国家重点软件企业，专注银行业务系统信息化，是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）的重要厂商之一。民生银行新一代银行系统建设 7 年，2013 年成功实现全面上线。该系统共搭建了 10 大类平台，上线了 115 个应用模块，改进了 1150 个变革点，优化了 7000 多项应用，进行了 91 万个案例测试。联创智融承担了民生银行 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。

图 10 联创智融发展历史及典型客户案例



客户名称与公司角色	服务目录	合作内容	客户名称与公司角色	服务目录	合作内容	客户名称与公司角色	服务目录	合作内容
<b>中国民生银行</b> 战略合作伙伴 <b>联创智融</b> UISF TECH	民生银行新一代核心系统建设 2013年6月全面上线完成	SAP模块本地化实施 软件全生命周期管理 产品实施 业务迁移（账册、仿真） 业务全景视图 逻辑关系全景视图	<b>中国建设银行</b> China Construction Bank 服务供应商 <b>联创智融</b> UISF TECH	企业级业务系统建设	业务咨询 技术服务	<b>包商银行</b> bsb 战略合作伙伴 <b>联创智融</b> UISF TECH	新一代系统建设815项目 该项目目前为需求分析阶段	SAP模块本地化实施 软件全生命周期管理 产品实施 业务迁移（账册、仿真等） 业务全景视图

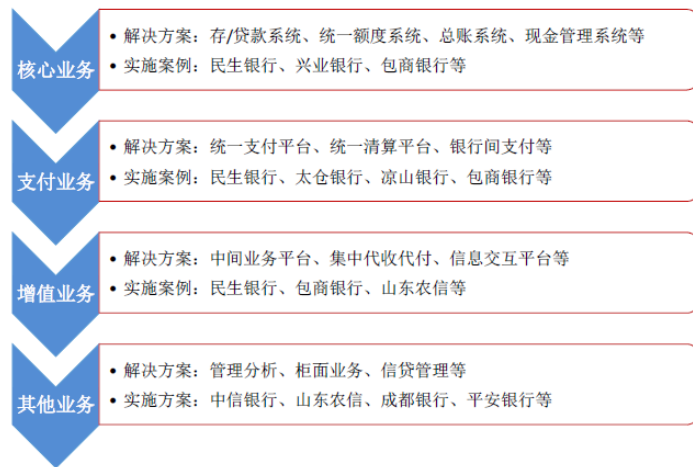
资料来源：联创智融官网、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分



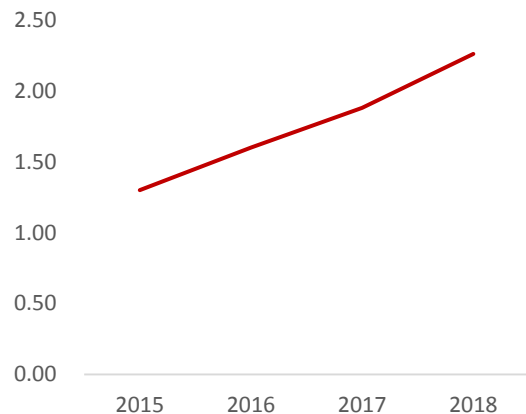
继民生银行新一代银行系统一战成名之后,联创智融又主导了包商银行、山东农信、凉山州商业银行等 Bank2.0 新一代银行系统的架构咨询、设计和实施。近年联创智融迅速发展壮大,人员规模从 2014 年的 800 人左右扩充到现在的 1300 人左右。从点对点的项目制进入以区域交付为主要模式的交付形态,以北京、上海、广州和深圳、成都和重庆分别为华北、华东、华南及西南的交付中心,支撑整个业务规模体量的扩大。联创智融 2016-2018 年承诺净利润分别为 1.60 亿、1.88 亿和 2.26 亿,目前完成状况良好,将成为公司净利润贡献主力。

**图 11 联创智融部分解决方案及实施案例**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 12 联创智融承诺净利润（亿元）**

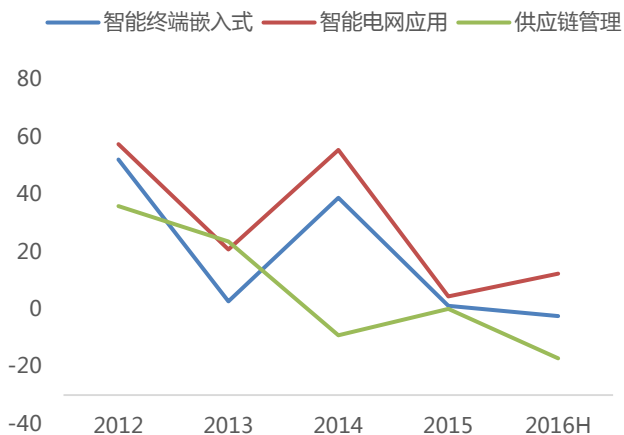


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 1.3 传统业务聚焦能源信息化，分享智能电网改造红利

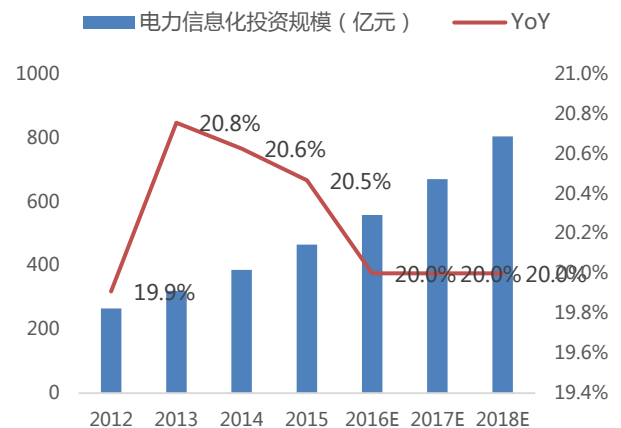
传统业务领域,公司逐步剥离低毛利的硬件产品业务,聚焦软件与服务,行业聚焦于电力行业。2009 年国家电网首次公布了“智能电网”发展计划,将在 2020 年前完成智能电网改造,总投资预计超过 4 万亿。电网建造过程中,智能化方面的投资将达每年 660-680 亿元,成为电力行业信息化新的增长点。电力相关软件需要经过长期的准入测试才能进入市场,是一个准入门槛较高的行业。公司从事智能电网信息化管理业务多年,具有国电南瑞和江苏电力等稳定的大客户资源。

**图 13 公司软件开发各类收入同比增长率（%）**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 14 我国电力信息化投资规模预测**



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

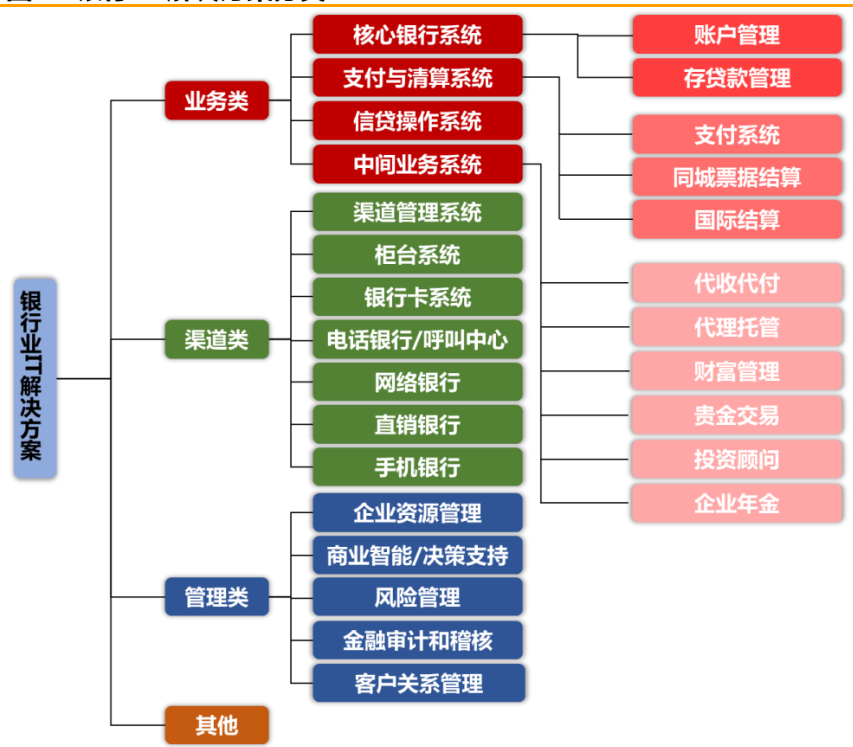
由于海外的美日业务下滑严重，公司的供应链管理业务下降明显；智能终端嵌入式方面，智能手机终端业务规模已接近增长极限，而新的智能终端产品如机器人、VR 起量仍需要一个过程，公司该块业务发展相对缓慢。电力行业市场增量，以国内客户为主，电力行业信息化任重道远。公司主动在国内主要地区设置本地化市场及交付团队，初步完成了国内主要领域的布局，同时投入能源信息化平台，重点研究用电需求侧的大数据应用分析平台，专长于能源效率分析，是智能电网改造中重要的一环，将分享产业红利。

## 二、银行业务系统占据一席之地，保险 IT 或成下一片蓝海

### 2.1 银行 IT 解决方案市场垄断竞争，格局划分清晰

银行 IT 解决方案主要包含业务类、渠道类和管理类，利率市场化和互联网金融冲击刺激银行业务类和渠道类解决方案需求。

图 15 银行 IT 解决方案分类



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

以工商银行和民生银行等为代表的大型商业银行率先推进了银行新一代系统的改造和升级，而中小银行系统投入相对滞后，另一方面我国农村商业银行和村镇银行等中小银行近几年蓬勃发展，银行 IT 投资旺盛需求将持续。

表 1 银行法人机构数 2009-2014：农村商业银行和村镇银行数量攀升

机构类型	2009	2010	2011	2012	2013	2014
国有商业银行	5	5	5	5	5	5
政策性银行	3	3	3	3	3	3

股份制商业银行	12	12	12	12	12	12
城市商业银行	143	147	144	144	145	133
城市信用社	11	11	11	0	0	0
农村信用社	3056	2646	2265	1927	1803	1596
农村商业银行	<b>43</b>	<b>85</b>	<b>212</b>	<b>337</b>	<b>468</b>	<b>665</b>
农村合作银行	196	223	190	147	122	89
邮政储蓄银行	1	1	1	1	1	1
村镇银行	<b>148</b>	<b>349</b>	<b>635</b>	<b>800</b>	<b>987</b>	<b>1153</b>
外资金融机构	37	40	40	42	42	41
民营银行	0	0	0	0	0	5
合计	3655	3522	3518	3418	3588	3703

资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

根据 IDC 的统计，银行业务类解决方案投资占总的银行 IT 解决方案市场投资比例最大，约为 40%。核心银行业务系统是业务类解决方案最主要的投入方向，占业务类的比例超过 50%。

图 16 中国银行 IT 解决方案市场投资分布（2014）

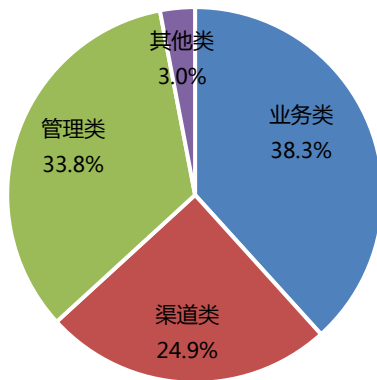
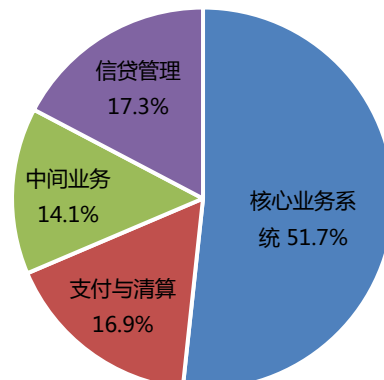


图 17 中国银行业务类解决方案分类规模（2014）



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

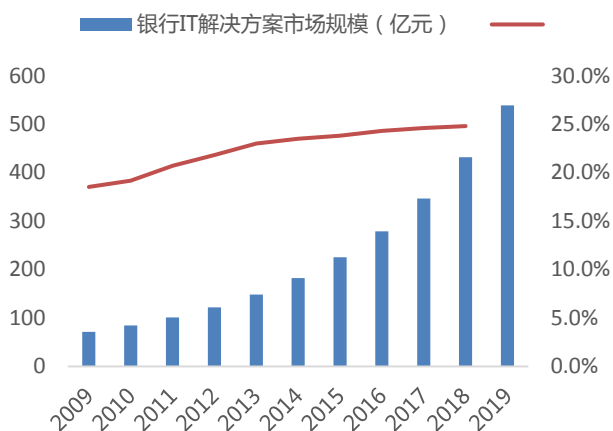
资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

**银行业 IT 投资总量大，增速平稳，市场比较分散但格局稳定。** 银行 IT 需求相对标准化和流程化，科技 IT 部门对于银行来说是成本部门，所以银行的 IT 系统更多地采用更高效的外包方式。作为下游需求方的银行投入规模较大，议价能力较强，因而银行 IT 市场相对较为分散，银行 IT 服务商大多专注在某细分领域，如安硕信息在信贷操作系统方面具备完整的产品线和丰富的行业经验，长亮科技专注于中小型银行的核心业务系统等。银行 IT 行业各细分领域对专业金融知识要求较高，存在较大的技术壁垒，同时业务系统的粘性较强，替代成本较高，因此短时间不存在大量竞争者涌入的情况，竞争格局比较稳定。

2015 年中国银行业 IT 解决方案市场的整体规模为 225.2 亿元人民币，比 2014 年增长 23.8%，占整体银行业软件与服务市场的 54.92%。IDC 预测该市场 2015-2019

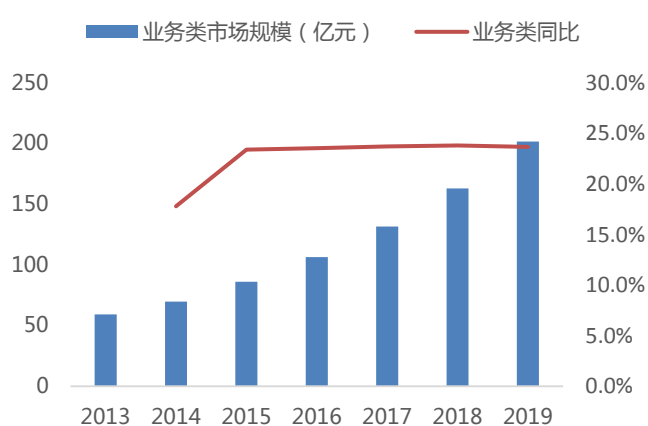
年 CAGR 为 24.37%，到 2019 年该市场规模将达到 538.89 亿元，比银行整体 IT 市场年均复合增长率高出 14.07 个百分点。其中银行业务类解决方案市场将突破 200 亿。

图 18 我国银行 IT 解决方案市场规模预测



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

图 19 我国银行业务类解决方案市场规模预测

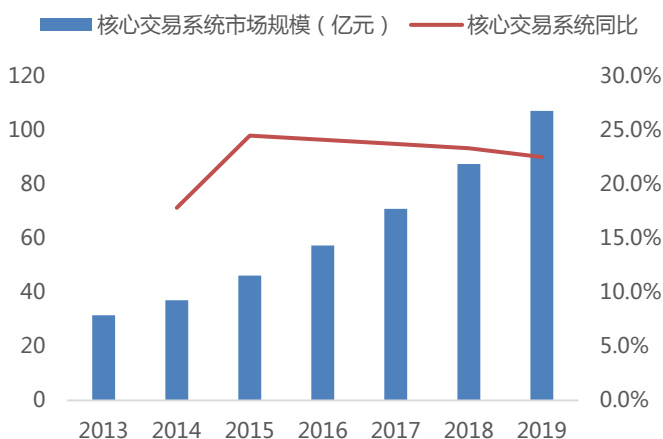


资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

## 2.2 联创智融专长银行核心系统，润和金融 IT 新秀崛起

根据 IDC 的预测，未来三年内我国银行核心交易系统市场 CAGR25%左右，规模将突破百亿。

图 20 我国银行核心交易系统市场规模预测



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

图 21 我国银行 IT 进入流程银行 Bank2.0 时代



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2015 年润和软件以 3.35 亿收入，7.1% 的市占率位列银行核心系统解决方案子市场第二，仅次于神州信息。在 IDC2015 年中国银行 IT 解决方案市场未来发展潜力和竞争力象限排名中名列前茅。润和软件银行 IT 业务主要来自于联创智融，在银行核心系统这样竞争格局相对稳定的市场中，润和软件将凭借联创智融在基于流程理念的银行新一代核心系统中的竞争力进一步巩固金融 IT 服务商地位。

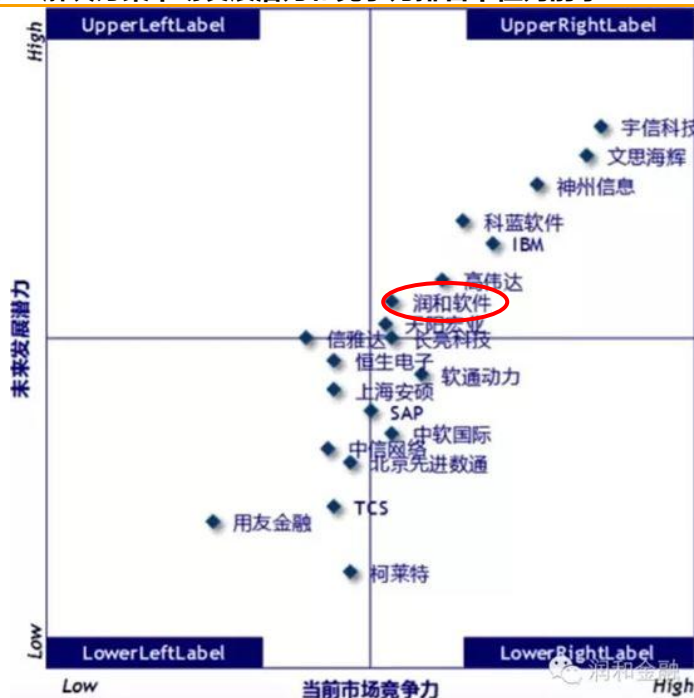
表 2 核心业务类解决方案子市场主要厂商收入和市占率，2015

厂商名称	收入 (百万元)	市场占有率 (%)
神州信息	369.1	7.8

<b>润和软件</b>	<b>335.1</b>	<b>7.1</b>
TCS	220.0	4.7
文思海辉	193.9	4.1
长亮科技	161.0	3.4
IBM	150.7	3.2
宇信科技	141.0	3.0
SAP	135.4	2.9
FIS	130.0	2.8
Oracle	101.4	2.1

资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

图 22 公司在银行 IT 解决方案市场发展潜力和竞争力排名中位列前茅



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

**联创智融拥有自主产品且盈利能力很强**：由于之前未上市，所以市场地位一直不为人所知，但通过和同业的高伟达、长亮科技及南天信息对比可发现联创具有很强的竞争优势。一般来说，软件开发和服务毛利率和净利率要远高于硬件系统集成；拥有自主知识产权的企业人均营业收入要大于简单承接外包开发业务的企业。从这些指标来看，联创智融 2014 年的毛利率为 64.20% 高于长亮科技同期的 59.15% 净利率为 38.11%，更是远高于同业，公司具有很强的盈利能力；考虑公司的业务构成结构，联创约 27 万的人均营业收入水平在同业中也是表现优秀的，并非受质疑的缺乏自主产品。

表 3 联创智融和同类企业对比

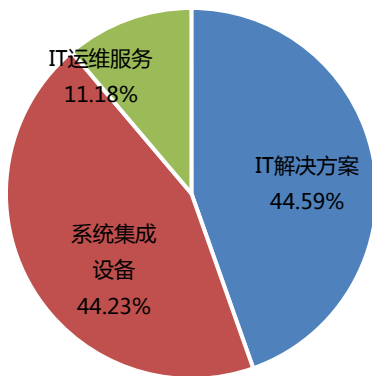
2014	高伟达	长亮科技	南天信息	联创智融
营业收入 (亿元)	9.96	2.49	18.29	2.16
毛利率	22.76%	59.15%	23.21%	<b>64.20%</b>
净利率	6.64%	15.05%	0.53%	<b>38.11%</b>
员工人数	2044	950	3707	800

人均营业收入 (万元)	48.73	26.21	49.34	27
总市值 (亿元)	83.64	79.20	49.20	21.98

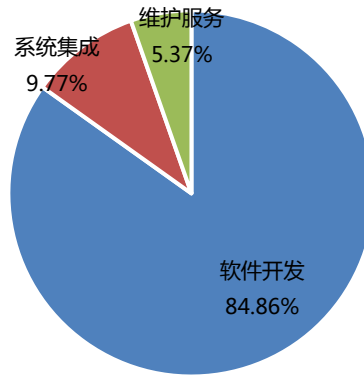
资料来源：Wind、公司公告、中国中投证券研究总部

对比四家企业的营收构成，高伟达和南天信息的主要客户为大型国有商业银行，是银行客户中更为强势的层级，公司业务构成也都有配合大客户需求的系统集成业务。

**图 23 高伟达营收构成 (2015)**

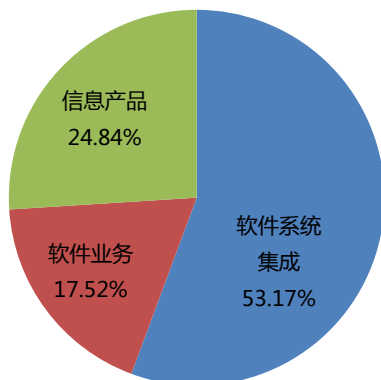


**图 24 长亮科技营收构成 (2015)**



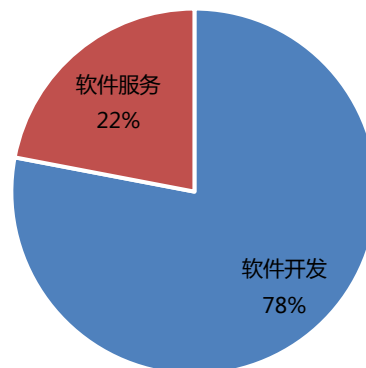
资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

**图 25 南天信息营收构成 (2015)**



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

**图 26 联创智融营收构成 (2014)**



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

**联创智融拥有银行客户层级中最为优质的中型银行客户。**大银行一般个单量较大，但承包公司的自主性相对较小，而较小的银行客户 IT 需求较为零散，性价比不高。相对而言，股份制银行、城商行、农商行等中型银行客户对第三方 IT 服务商提供的专业化服务的需求较高并且量相对客观，是性价比较高的优质客户。而银行客户对于 IT 系统的依赖度高，转换成本大，具有很强的粘性，IT 企业能够通过系统升级和新增功能模块来持续获得收入，伴随客户一起成长。继民生银行之后，联创智融又开拓了包商银行、山东农信、凉山州商业银行等新客户，除参与项目招标外更是主动营销咨询服务。

民生银行是我国最大的民营银行，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。流程银行关键在于将业务按前中后台相互分离，相互制约，以流程为主线，

改变原来以支行为单元的业务体系将职能集中到分行甚至总行营运中心。该系统开放、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，是国内银行业核心及应用系统彻底重构的标杆性案例。

**图 27 民生银行基于流程理念的新一代银行核心系统功能组件架构示意图**



资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

联创智融是国内较早树立构造开放的企业核心架构体系理念并坚持走业务组件化道路的 IT 服务提供商，以更低成本、更灵活快捷的方式实现银行 IT 系统的升级再造。在民生银行项目的开发实施过程中，公司提炼并论证了基于 SOA 架构面向服务体系设计的新一代银行系统架构和工业化构造的方法论，积累了企业级的业务组件资源库 BMW 和通用业务流程库 UBPL，以支撑模块化、组件化的快速开发，并实现业务组件化和组织级交付的理念。

**图 28 联创智融自主化产品和服务品类**



资料来源：联创智融官网、中国中投证券研究总部

联创智融经过近几年的发展，客户分散度不断提升，早期依赖度很高的客户民生银行现占公司的收入比例不到 20%，联创已经从单一客户的业务模式走向了能够面向大中型银行项目制的业务模式。已经成功导入的客户除了民生银行之外还有包商银行、中

信银行和凉山州商业银行等，此外 2014 年以来已实施流程银行咨询规划试点导入的客户包括建设银行、平安银行、浦发银行、兴业银行、山东农信、生活通等，为联创未来几年收入提供了保证。

**表 4 联创智融客户分散度逐步提升**

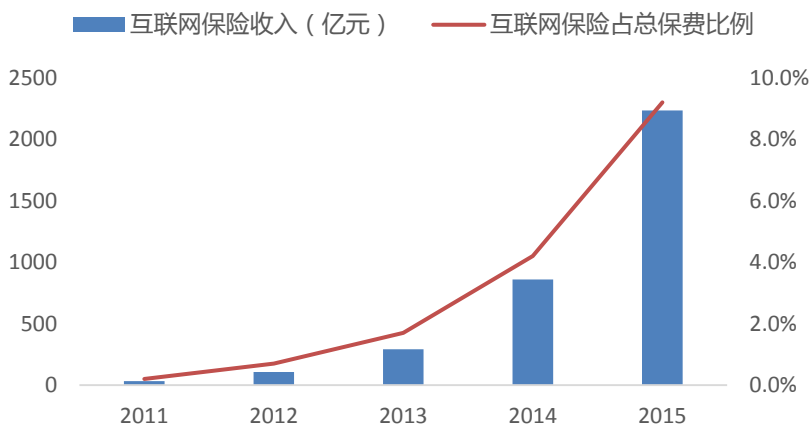
客户名称	2013		2014		2015 (预测)	
	金额 (万元)	占比	金额	占比	金额	占比
民生银行	7789.47	61.14%	4554.53	21.10%	6209	18.82%
包商银行	-	-	7521.37	34.85%	6626	20.08%
其他客户	4950.28	38.86%	9509.71	44.06%	20165	61.11%
合计	12739.74	100%	21585.61	100%	33000	100%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 2.3 保险 IT 将是继银行 IT 后下一个纵伸空间很大的市场

“三马同槽”设立的全国首家网络保险公司，众安在线财产保险股份有限公司成立 2 年保费收入就达到了 22.83 亿元，估值超过 500 亿元。我们认为保险行业将是继银行行业的下一个受互联网冲击的大行业，因而对 IT 支持的需求也将爆发。寿险费率市场化改革和互联网保险的兴起等都将更加激发保险行业产品和服务的创新，围绕客户为中心加大在核心业务系统、电子商务/互联网保险、移动化、商业智能、渠道管理等领域的投入。

**图 29 全国互联网保险收入及其占总保费比例**



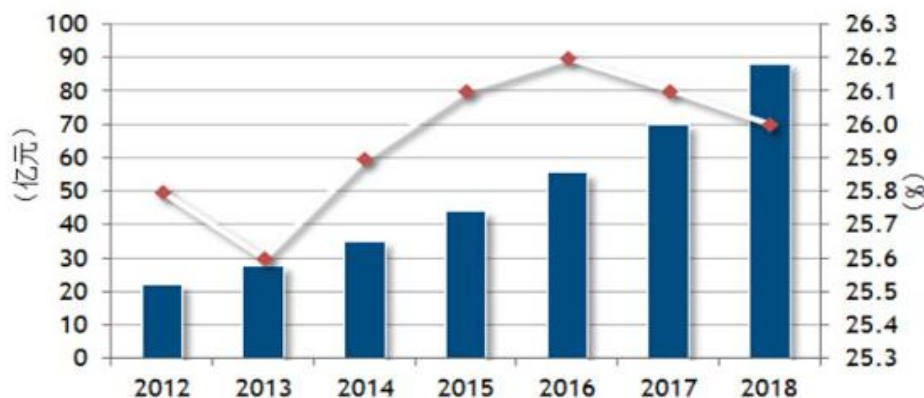
资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

根据 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》，2013 年中国保险业 IT 解决方案市场的整体规模为 27.59 亿元，比 2012 年增长 25.6%。IDC 预测该市场 2014-2018 年的年均复合增长率为 26.1%，到 2018 年该市场规模将达到 87.83 亿元。

**我们认为保险行业信息化是继银行业信息化后的一块大市场**，而目前市场还非常分散，A 股纯粹的保险 IT 标的比较稀缺，我们看中润和软件收购菲耐得布局保险 IT 的战略前瞻性。



图 30 我国保险 IT 解决方案市场规模及预测，2012-2018



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

公司收购的菲耐得在保险信息化解决方案方面有自主知识产权和项目经验，公司整合后对菲耐得的品牌和人员都起到很大的支撑作用。菲耐得在润和羽翼下成长迅速，业务发展扭亏为盈并实现高速增长。

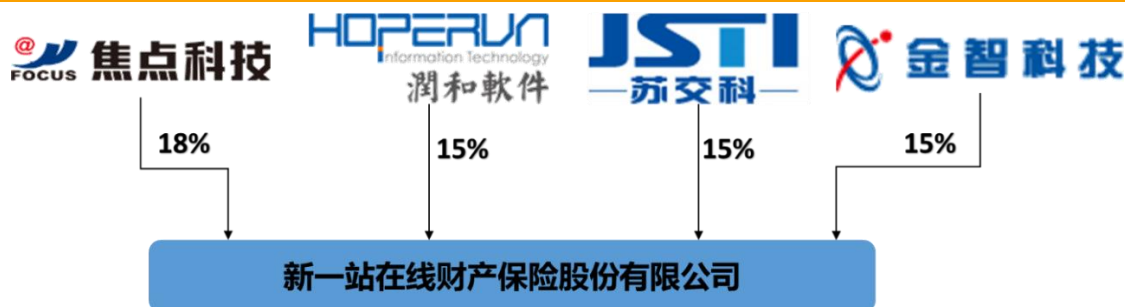
图 31 菲耐得现有保险信息化解决方案知识产权和项目经验

知识产权	项目经验
菲耐得反洗钱监测分析软件	太保产险车险理赔分析监控项目、太保资产管理应用系统持续改进项目、财务指标共享平台项目
菲耐得客户信息管理系统软件	众诚保险 CRM 系统和微信服务系统升级改进项目
菲耐得费率规则引擎软件	中银保险收付系统持续改进项目、阳光网上车险理赔系统开发及运维、浙商保险车险理赔系统开发
菲耐得集中式核保核赔业务软件	非车险费用跟单项目、太保产险精算品质分析项目、太保产险精算业务准备金项目
菲耐得手续费管理软件	浩韵控股核心业务系统&移动行销系统项目、太保产险东莞分公司微信营销平台项目

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

此外，2016年2月公司投资1.5亿元参与成立新一站在线财产保险公司，持股15%。标的定位为全国性财产保险公司，采用互联网保险模式，开展各类财产保险相关业务。

图 32 公司投资 1.5 亿元参与设立新一站在线财产保险股份有限公司



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

新一站在线财产保险股份有限公司参股股东中，焦点科技在电子商务平台运营方面表现突出，拥有丰富的 B2B 电子商务平台运营经验。其自主开发运营的“中国制造网电子商务平台”是国内最著名的 B2B 电子商务网站之一，焦点科技旗下“新一站”保险销售平台设立于 2010 年 12 月，运营多年通过大数据分析了解用户需求，积累丰富经验。目前新设公司的互联网保险牌照正在保监会审核中，以江苏省经济地位和发起人资质能力，牌照获得是大概率事件。

我们认为中长期公司还有望在行业加速渗透阶段分羹互联网保险市场。目前保监会仅正式发出四张专业互联网财险牌照，众安保险、泰康在线、安心和易安保险，预计 2016 年将新添几张，牌照资源仍较为稀缺。我们认为在互联网保险发展的初期阶段，网络效应很强的互联网行业，率先出位的必定是众安保险这样的在用户导流和潜在场景方面有明显优势的企业，但未来在行业加速渗透阶段，互联网保险的牌照价值将得到体现，新一站保险有望分一杯羹。

### 三、腾云之势，搭建金融云服务和能源信息化平台

#### 3.1 密集布局金融云服务，普惠金融 IT

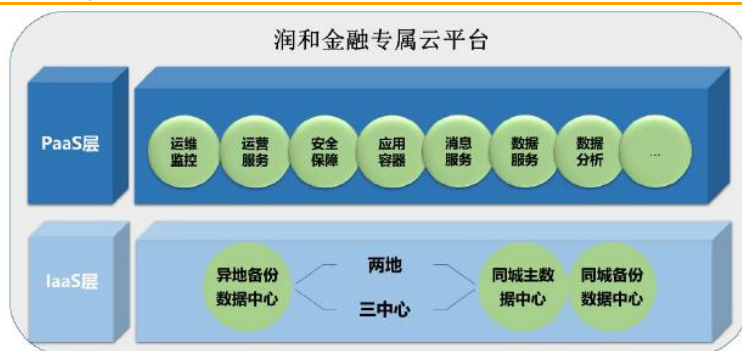
公司的金融 IT 业务进一步向云服务拓展，参股云角信息、博纳讯动等云计算技术领先公司，与阿里云在金融行业领域展开密切合作（2016 年 10 月 13 日，在 2016 杭州云栖大会上，蚂蚁金服与阿里云宣布启动“蚂蚁计划”，未来实现阿里云服务全球 5 万家金融机构。），定增拟投入 11.18 亿元建设金融云服务平台。将公司多年积累的线下业务进行云化，普惠更多的中小金融机构。

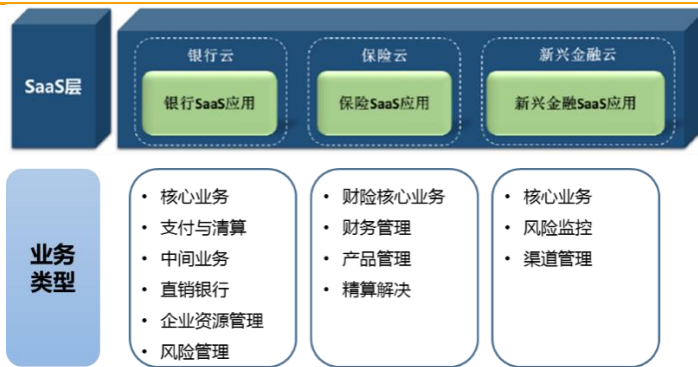
表 5 公司 2015 年底开始密集布局金融云服务

时间	标的	业务内容
2015.12	参股云角信息 20%	公有云和混合云平台迁移、运维和软件开发
2016.1	参股博纳讯动 15%	为各行业大中型企业用户提供博云全栈式云计算解决方案
2016.1	设立润和云服务(上海)有限公司	公司金融云战略落地平台
2016.1	与阿里云签署框架合作协议	在金融行业领域展开基于阿里云计算平台、云产品及业务的多方面密切合作
2016.5	定增预案	拟投入 11.18 亿元建设金融云服务平台

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 33 润和金融专属云服务平台包括银行云、保险云和新兴金融云三大模块





资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

银监会《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见》中指出为适应互联网环境下计算资源弹性变化和快速部署等需求,到“十三五”末期将实现面向互联网场景的主要信息系统尽可能迁移至云计算架构平台。一方面可节约计算机存储资源,另一方面对处在激烈市场竞争环境中的小型金融机构而言,可节省 IT 建设的资金投入和时间成本,以更专注产品和服务创新。

**银行 IT 应用云服务无区域、物理限制,公司先发优势明显。**公司银行 IT 应用上云遵循从小到大,由非核心系统到核心系统的渗透路径,2016 年以来已经实现直销银行、风控平台、供应链金融以及互金平台等渠道类和管理类模块的上云。我们认为,未来银行 IT 应用上云,原有的区域、物理限制将会消失,市场将由少数几家 IT 服务公司切分,润和云服务的部署将凸显先发优势。

图 34 润和云迁移进度时刻表

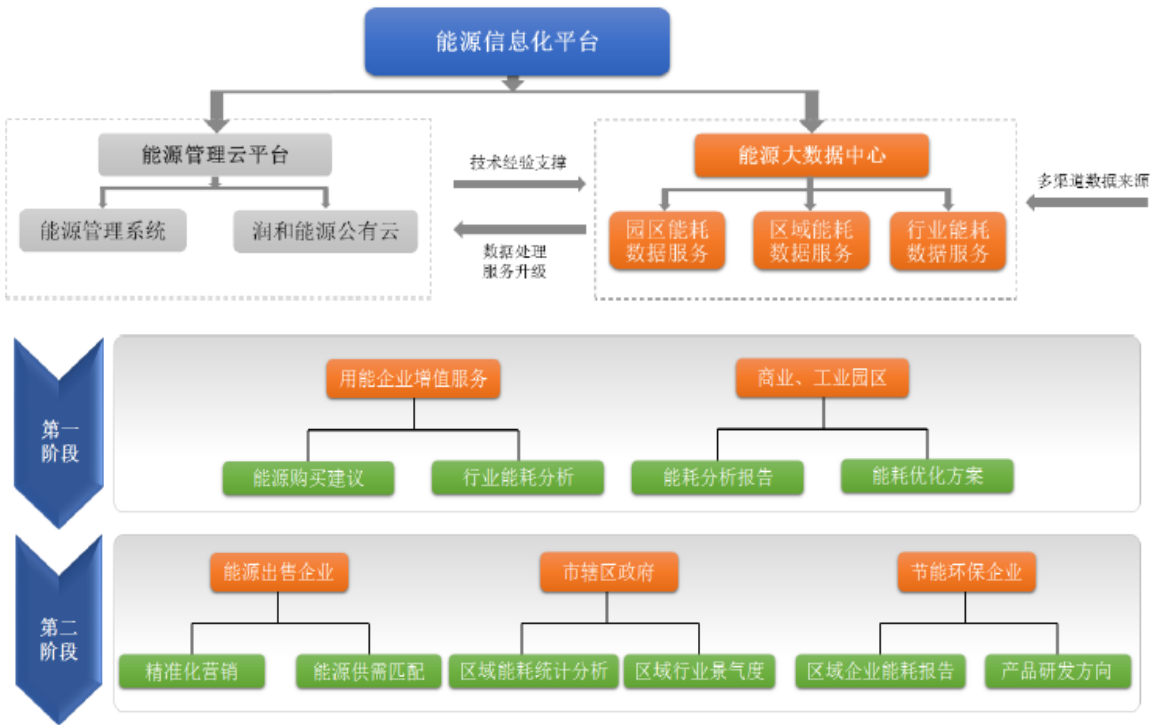


资料来源：润和软件公众号、中国中投证券研究总部

### 3.2 能源互联网平台，信息化管理提升能效

公司定增项目中计划投入 3.1 亿元建设能源信息化平台,主要包含能源管理云平台和能源大数据中心两大模块。计划建成后第一阶段主要为用能企业和商业、工业园区提供能耗分析咨询服务,帮助提出能源购买建议和能耗优化方案;第二阶段将深化数据资源的运用,服务能源出售企业、市辖区政府和节能环保企业,开发更多增值服务,并且促进能源的供需匹配。

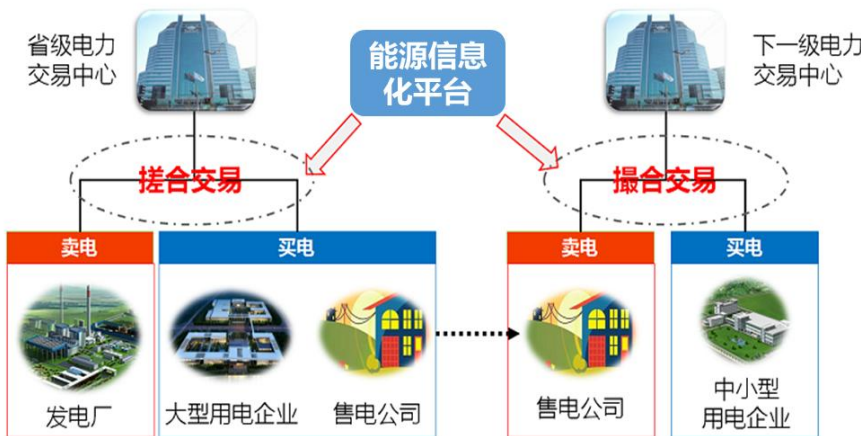
图 35 公司能源信息化平台及运用场景



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

能源信息化平台将促进能源交易效率，解决电力信息系统信息浪费、信息孤岛问题，提升信息开放度，帮助提升整体能效。平台最初始靠收取节能服务费实现盈利，之后将开拓更多的增值性服务。

图 36 能源信息化平台提升能源交易效率



资料来源：中国中投证券研究总部

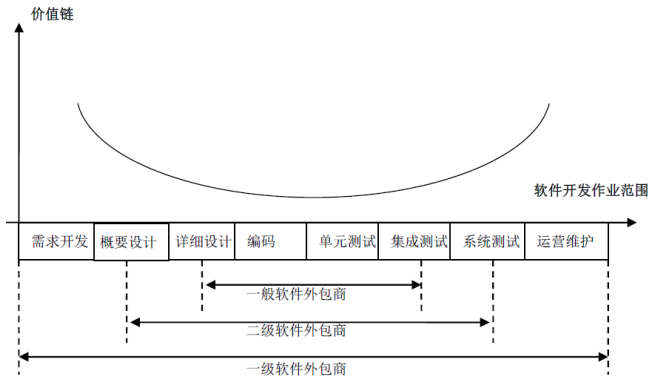
## 四、非典型软件外包商，选准战略方向华丽转型

**非典型软件外包商，处在软件外包价值链高端的位置。**润和软件靠做软件外包服务起家，是一家非常具有市场影响力的高端软件外包服务品牌。根据软件外包作业链“微笑曲线”对外包业务的划分，公司实施的是以项目外包为主体的外包服务模式并具有一些自主软件产品（工具软件和中间件为主），具有较强的区域资源整合能力，处在价值

请务必阅读正文之后的免责条款部分

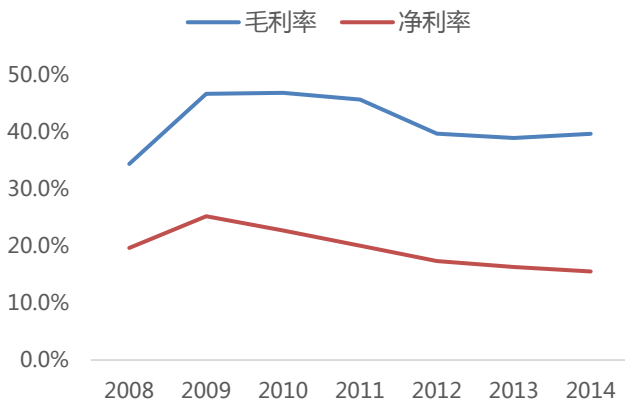
链的高端位置。公司在自身发展的外包时代毛利率稳定在 40%以上，净利率稳定在 15% 以上，盈利能力远超其他软件外包上市公司。

图 37 软件外包作业链之“微笑曲线”



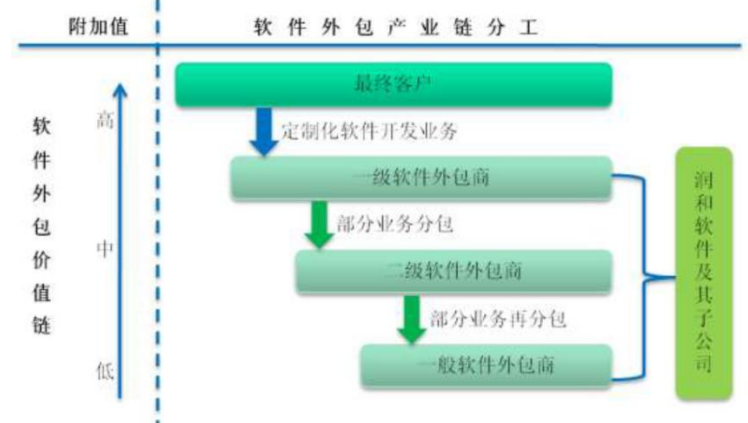
资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 39 公司是非典型软件外包商，盈利水平高



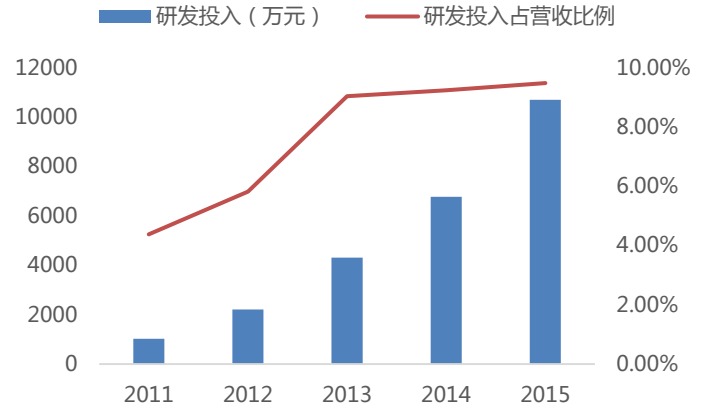
资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 38 软件外包价值链与产业链分工示意图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 40 公司研发投入和占营收比例逐年上升



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

**外延并购整合良好，华丽转型金融 IT 服务商。**公司在业务发展瓶颈期，看准金融业务市场巨大发展空间和机会，快速整合并实现了公司业务的华丽转型。资本运作至今收购标的均在上市公司下发展良好，捷科智诚和菲耐得都迅速实现了业务收入和盈利规模以及人员的翻倍增长；联创智融目前也运营良好，在润和上市公司帮助下实现发展阶段的跨越。公司 2014 年 6 月引入前文思海辉金融 IT 部门高管钟峻担任公司高级副总裁，坐镇主持金融 IT 事业部工作。钟峻曾任 IBM 中国区大客户总监，在金融 IT 测试和开发行业具备丰富的技术经验和客户资源。

**战略布局前瞻，积极提升公司核心竞争力。**公司抓住金融业务市场机会，分享银行信息化红利，同时前瞻性布局尚是蓝海的保险 IT 行业。在研发投入上，公司逐年增加绝对金额和占营收的比例，加强技术储备提升自主性水平，摆脱人头制外包服务印象，作为金融 IT 新秀崛起，并积极布局云服务为公司发掘新的增长动能。

## 五、投资策略：强烈推荐，目标价 45 元

短期内公司收购的以联创智融为代表的金融 IT 公司受益银行信息化夯实公司利润；中长期公司保险 IT 业务有望跨上一个新台阶，同时在行业加速渗透阶段分羹互联网保险；长远来看公司布局的金融云服务平台和能源信息化平台是普惠金融 IT 和智能电网

请务必阅读正文之后的免责条款部分

改造的趋势性业务，可为公司提供长期增长动能。

业绩核心假设：

1) 联创智融 16-18 年分别实现净利 1.60 亿元、2 亿元、2.16 亿元；捷科智诚分别实现净利润 0.68 亿元、0.74 亿元和 0.80 亿元；菲耐得业务加速发展，16-18 分别实现净利润 0.15 亿元、0.30 亿元和 0.43 亿元，毛利率和净利率水平略有下降。

2) 智能终端嵌入式软件发展停滞，增速为 0 且毛利率逐渐下滑分别为 36%、34.5%、33%；智能电网信息化软件 16-18 年分别实现 16%、20%、25% 的同比增长，毛利率分别为 34.5%、34% 和 33.5%；供应链管理软件开发-8%、-6%、-6%，毛利率分别为 33.5%、33% 和 32%。系统集成业务负增长 5%，毛利率稳定在 25% 左右。

暂不考虑定增影响，我们预计公司 16-18 年的营业收入分别为 13.93、16.25、19.14 亿元，归属母公司的净利润分别为 3.23、4.08、4.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.90、1.14、1.37 元，以当前股价 31 元对应 16-18 年动态 PE 分别为 34X/27X/22X，目标价 45 元。

**表 6 公司营业收入及利润预测**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
金融信息化	营业收入 (亿元)		1.21	4.62	8.55	10.80	13.50
	增长率 (%)			<b>280.98%</b>	<b>85.06%</b>	<b>26.32%</b>	<b>25.00%</b>
	毛利率 (%)		46.64%	48.58%	43.00%	42.00%	41.00%
软件开发	营业收入 (亿元)	3.46	4.17	4.06	4.01	4.15	4.41
	增长率 (%)	<b>9.75%</b>	<b>20.55%</b>	<b>-2.71%</b>	<b>-1.22%</b>	<b>3.49%</b>	<b>6.24%</b>
	毛利率 (%)	47.12%	47.08%	37.32%	34.67%	33.84%	32.90%
系统集成	营业收入 (亿元)	0.58	1.04	1.44	1.37	1.30	1.23
	增长率 (%)		<b>79.49%</b>	<b>38.43%</b>	<b>-5.00%</b>	<b>-5.00%</b>	<b>-5.00%</b>
	毛利率 (%)	27.48%	29.28%	29.37%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	营业收入 (亿元)	4.77	7.33	11.29	13.93	16.25	19.14
	增长率 (%)	<b>25.63%</b>	<b>53.78%</b>	<b>53.92%</b>	<b>23.37%</b>	<b>16.67%</b>	<b>17.81%</b>
	毛利率 (%)	38.92%	39.82%	38.03%	38.83%	38.56%	38.10%

数据来源：Wind、中国中投证券研究总部

## 六 风险提示

(1) 银行 IT 行业竞争加剧，行业增速放缓，导致收购子公司业绩承诺不达预期，商誉减值风险；

(2) 保险行业信息化进展迟缓，公司业务整合效果不及预期；

(3) 金融云服务平台开发进度不达预期，互联网金融业务开展的监管风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1479	2551	2754	3138
现金	390	1423	1388	1517
应收账款	836	845	1034	1232
其他应收款	136	113	141	173
预付账款	35	38	44	51
存货	64	107	119	132
其他流动资产	19	26	30	34
<b>非流动资产</b>	3520	2400	2618	2686
长期投资	40	20	23	25
固定资产	703	676	648	621
无形资产	110	131	152	175
其他非流动资产	2666	1574	1794	1866
<b>资产总计</b>	4999	4952	5372	5825
<b>流动负债</b>	1167	768	864	937
短期借款	420	287	314	323
应付账款	224	191	228	273
其他流动负债	522	289	322	342
<b>非流动负债</b>	608	597	600	600
长期借款	582	582	582	582
其他非流动负债	26	15	18	18
<b>负债合计</b>	1775	1365	1464	1537
少数股东权益	34	34	34	34
股本	358	358	358	358
资本公积	2492	2492	2492	2492
留存收益	440	703	1024	1404
归属母公司股东权益	3190	3553	3874	4255
<b>负债和股东权益</b>	4999	4952	5372	5825

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	77	130	243	298
净利润	193	323	408	491
折旧摊销	22	34	34	34
财务费用	17	42	17	17
投资损失	-54	-55	-50	-52
营运资金变动	-109	-206	-183	-206
其他经营现金流	7	-7	16	14
<b>投资活动现金流</b>	-1142	1133	-200	-50
资本支出	125	0	0	0
长期投资	-20	-13	3	1
其他投资现金流	-1036	1120	-197	-50
<b>筹资活动现金流</b>	1046	-230	-78	-119
短期借款	238	-133	27	9
长期借款	243	0	0	0
普通股增加	74	0	0	0
资本公积增加	1588	0	0	0
其他筹资现金流	-1095	-97	-104	-128
<b>现金净增加额</b>	-21	1033	-34	128

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1129	1393	1625	1914
营业成本	701	794	910	1053
营业税金及附加	6	6	7	9
营业费用	46	49	55	63
管理费用	215	223	257	301
财务费用	17	42	17	17
资产减值损失	15	10	11	11
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	54	55	50	52
<b>营业利润</b>	182	324	417	513
营业外收入	40	38	39	39
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	222	362	456	552
所得税	29	39	48	60
<b>净利润</b>	193	323	408	491
少数股东损益	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	195	323	408	491
EBITDA	222	400	469	564
EPS (元)	0.54	0.90	1.14	1.37

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	53.9%	23.4%	16.7%	17.8%
营业利润	104.9%	77.7%	28.8%	23.0%
归属于母公司净利润	76.9%	65.9%	26.5%	20.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	37.9%	43.0%	44.0%	45.0%
净利率(%)	17.3%	23.2%	25.1%	25.7%
ROE(%)	6.1%	9.1%	10.5%	11.6%
ROIC(%)	4.4%	10.8%	11.4%	12.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	35.5%	27.6%	27.2%	26.4%
净负债比率(%)	61.77%	63.67%	61.20%	58.87%
流动比率	1.27	3.32	3.19	3.35
速动比率	1.21	3.19	3.05	3.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.31	0.28	0.31	0.34
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.89	3.82	4.34	4.21
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.90	1.14	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.36	0.68	0.83
每股净资产(最新摊薄)	8.91	9.92	10.82	11.88
<b>估值比率</b>				
P/E	57.18	34.47	27.25	22.65
P/B	3.49	3.13	2.87	2.62
EV/EBITDA	53	30	25	21

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

刘玉萍,计算机行业分析师,对外经济贸易大学经济学学士,北京大学金融学硕士,香港中文大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434