

2016年11月16日

金证股份 (600446.SH)

动态分析

定增及高管增持彰显信心，创新业务加速推动

◆ **传统业务强支撑，创新业务快速推动**：技术为本，公司深耕传统金融 IT 业务，自主研发软件及服务覆盖细分行业多条业务线。根据公司 2015 年年报，证券行业市场份额达到 56%，同时公司凭借技术优势拓展业务，由点及面，打造证券业务综合服务平台 FS1.0，为客户提供标准化及定制化业务。公司实施互联网金融发展战略，由“软件+服务”1.0 模式向“云服务+流量”2.0 模式拓展，同时探索各类金融产品的 3.0 模式，逐步构建起一个涵盖证券、资产管理、综合金融、银行和智慧城市等领域的互联网金融版图。

◆ **定增及高管增持彰显信心，互联网金融战略阔步前进**：面对下游市场行业发展的需要，公司在巩固传统业务优势的基础上，加速推进业务创新，在金融云领域积极部署，提出了互联网金融发展战略。根据公司公告，公司高管增持股票和第二期员工持股计划均已完成，通过二级市场累计购买公司股票金额分别为 2 亿和 2.5 亿元，对于公司锁定技术人才，提升公司竞争力起到关键作用。

◆ **投资建议**：公司是金融 IT 领域龙头，技术实力强、优质客户资源多、市场占有率高，并且公司互联网金融战略也为公司未来业绩腾飞定下基调。高管增持股票及与员工持股计划顺利实施为公司可持续发展带来积极信号。我们预计公司 2016 至 2018 年主营业务收入分别为 30.9 亿元、38.5 亿元和 48.8 亿元；EPS 分别为 0.44 元、0.60 元和 0.83 元，给予买入-A 评级，六个月目标价为 41 元。

◆ **风险提示**：1、市场竞争加剧；2、政策面收紧；3、互联网战略实施受阻

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2,368.0	2,614.9	3,090.8	3,848.6	4,880.9
同比增长(%)	16.6%	10.4%	18.2%	24.5%	26.8%
营业利润(百万元)	192.7	293.0	439.8	610.4	860.0
同比增长(%)	46.6%	52.0%	50.1%	38.8%	40.9%
净利润(百万元)	153.4	254.7	389.4	533.6	743.9
同比增长(%)	40.4%	66.1%	52.9%	37.0%	39.4%
每股收益(元)	0.18	0.31	0.44	0.60	0.83
PE	166.8	100.4	70.1	51.2	36.7
PB	30.5	19.9	17.7	13.9	10.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

41 元

股价(2016-11-15)

30.63 元

交易数据

总市值(百万元)	25,576.34
流通市值(百万元)	24,547.17
总股本(百万股)	835.01
流通股本(百万股)	801.41
12 个月价格区间	22.60/57.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.4	-13.55	-31.61
绝对收益	2.27	-8.43	-42.05

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsc.cn
 021-20655647

报告联系人

李东祥
 lidongxiang@huajinsc.cn
 021-20655794

相关报告

内容目录

一、传统业务强支撑，创新业务快速推动	3
二、金融 IT 行业规模大增速高，公司龙头地位优势凸显	4
（一）软件行业发展迅速，发展空间巨大	4
（二）产业地位领先，产品线布局成熟	4
三、定增及高管增持彰显信心，互联网金融战略阔步前进	5
四、业绩增长可期，给予买入-A 评级	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1：金证股份蓝图	3
图 2：公司主营业务收入（百万元）及增长率（%）	3
图 3：公司归属母公司净利润（百万）及增长率（%）	3
图 4：全国软件业务收入情况	4
图 5：壹融通业务范围	5
图 6：金微蓝通道服务系统架构	5
图 7：资产管理业务“互联网+”云平台的产品	6

一、传统业务强支撑，创新业务快速推动

公司是国内最大的金融证券软件开发和系统集成商之一，其主营业务领域包括金融 IT 业务（证券 IT 业务、资管 IT 业务、科技金融 IT 业务和综合金融 IT 业务）、智慧城市、IT 运维等。

技术为本，公司深耕传统金融 IT 业务，自主研发软件及服务覆盖细分行业多条业务线。根据公司 2015 年年报，证券行业市场份额达到 56%，同时公司凭借技术优势拓展业务，由点及面，打造证券业务综合服务平台 FS1.0，为客户提供标准化及定制化业务。资管业务整体解决方案不断完善和优化，打破竞争对手在行业中垄断，积极抢占新设立基金公司项目。

传统业务中公司积累了大批优质的金融公司资源，在此基础上公司积极加快创新业务推动速度。公司实施互联网金融发展战略，由“软件+服务”1.0 模式向“云服务+流量”2.0 模式拓展，同时探索各类金融产品的 3.0 模式，逐步构建起一个涵盖证券、资产管理、综合金融、银行和智慧城市等领域的互联网金融版图。

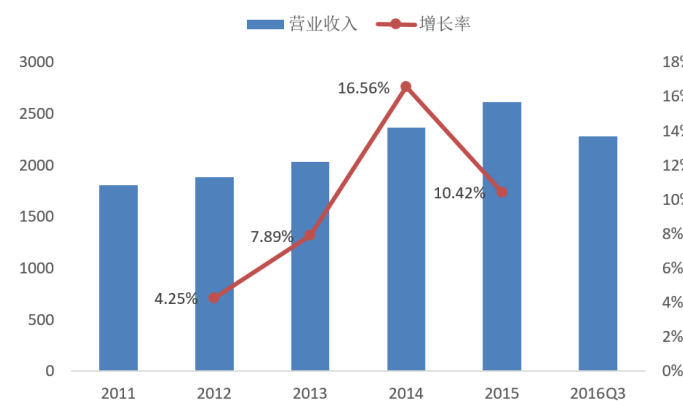
图 1：金证股份蓝图



资料来源：公司官网，华金证券研究所

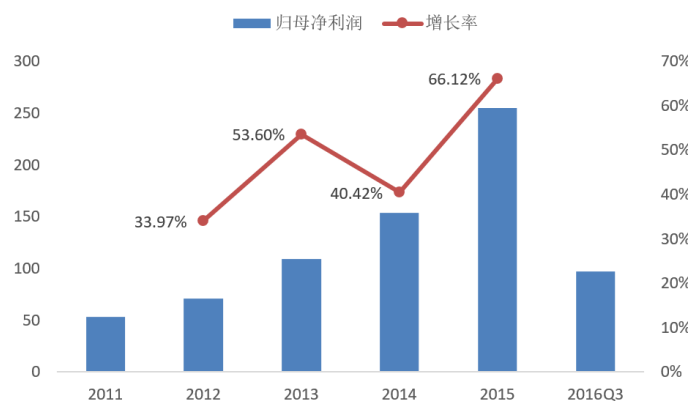
根据公司披露 2016 年三季报显示，2016 年 1-9 月，公司实现营业收入 22.83 亿元，同比增长 34.38%。公司报告期内新增合并主体联龙博通以及职工薪酬的增加，导致销售费用和管理费用增长，公司实现归属于母公司净利润 9715.72 万元，比上年同期减少 27.52%。

图 2：公司主营业务收入（百万元）及增长率（%）



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

图 3：公司归属母公司净利润（百万）及增长率（%）



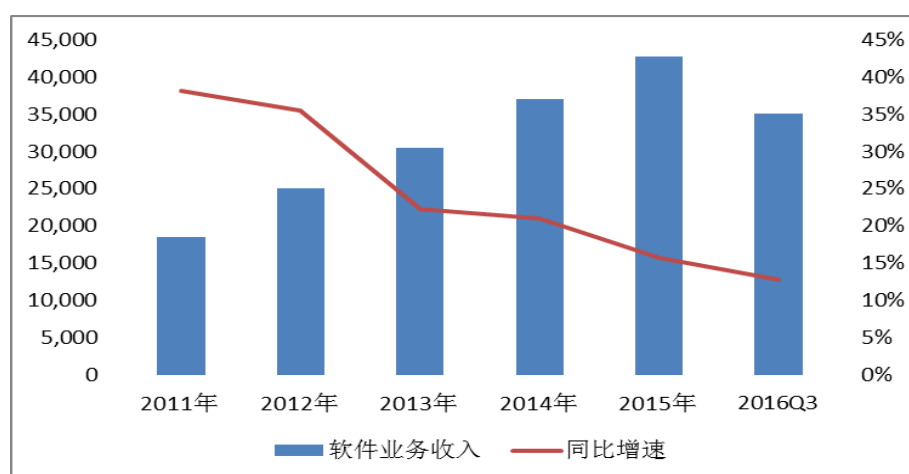
资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

二、金融 IT 行业规模大增速高，公司龙头地位优势凸显

（一）软件行业发展迅速，发展空间巨大

软件产业和相关信息服务业是全球最具成长性的产业之一。2011 年至 2015 年全国软件业务收入的复合增长率达到 23.42%。根据工信部运行局统计，2015 年 1-12 月软件业中软件产品实现收入 14048 亿元，同比增长 16.4%；信息技术服务实现收入 22123 亿元，同比增长 18.4%；嵌入式系统软件实现收入 7077 亿元，同比增长 11.8%。虽然近几年以来软件行业收入增速放缓，但仍然保持在 10%以上的增速水平。

图 4：全国软件业务收入情况



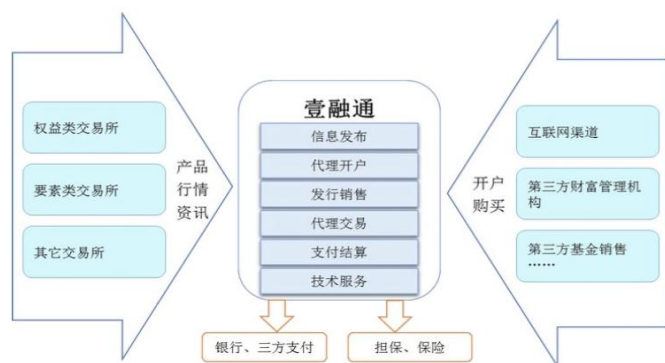
资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

根据艾瑞咨询的数据，2013 年中国金融业 IT 投资规模达 500 亿元。在互联网金融对金融行业带来巨大冲击的背景下，传统金融行业对 IT 的重视程度将进一步提升，进而带动金融 IT 投入的上升，艾瑞咨询预计 2017 年，市场规模将达到 700 亿元。相比欧美等发达国家，我国软件产业总体规模还小，发展空间巨大。

（二）产业地位领先，产品线布局成熟

经过 20 余年的发展，公司已成为国内最大的金融证券软件开发商和系统集成商之一，在所处行业的市场地位、核心技术、核心团队、企业资质、业务协同等方面已取得一定的领先优势。证券 IT 业务方面，公司凭借完全自主研发的基础技术架构（KCXP 和 KCBP）打造出了中国金融证券软件的民族品牌；基金 IT 业务方面，公司经过持续投入，打破了基金行业 IT 市场的垄断，在产品种类、业务支持、市场影响力等方面成为业内最主要的两大厂商之一；综合金融 IT 业务主要定位于场外市场，在传统“软件+服务”的经营模式基础上，通过搭建云平台“壹融通”实现场外各类交易市场、金融机构和具有终端投资者流量的渠道机构之间的互联互通；科技金融 IT 业务的 iWeLan 云平台实现互联网企业和金融机构之间的跨界连接，在业务处理和安全性方面均提出了完备的方案，占据市场 50%以上的份额。截止 2015 年底，iWeLan 云平台成功接入 QQ、微信、京东、自选股、雪球、陆金所等 14 家国内主流互联网平台，覆盖全国 7 亿网民。

图 5：壹融通业务范围



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 6：金微蓝通道服务系统架构



资料来源：公司官网，华金证券研究所

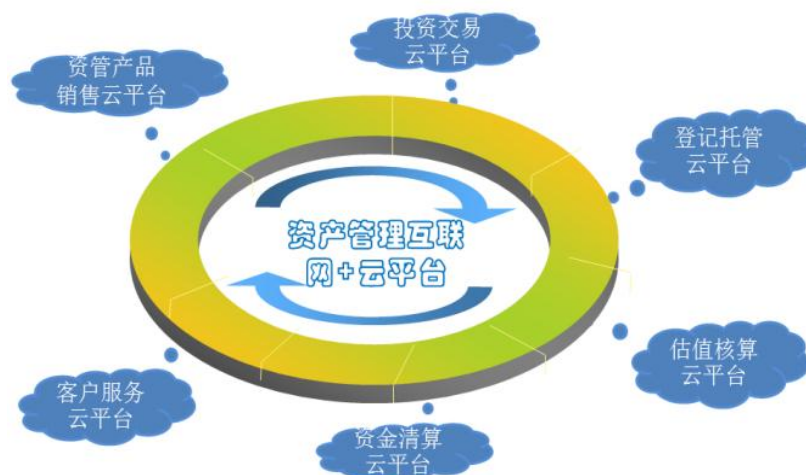
三、定增及高管增持彰显信心，互联网金融战略阔步前进

目前，证券业处于业务的快速发展时期，证券公司创新层出不穷。面对未来金融互联网化的浪潮，证券业务系统必然会从大集中走向分布式，利用新的系统架构以解决现有问题并且对未来发展提供支撑。同时，客户体验的重要性与日俱增，券商需要变革其原有的系统的架构，满足其个性化创新的开展和客户体验的便捷性。随着大资管时代到来，未来基金管理公司的数量将有望保持高速增长，资产管理业务将发生井喷式业务增长，其 IT 系统建设成为一项最重要的工作之一。

面对下游市场行业发展的需要，公司在巩固传统业务优势的基础上，加速推进业务创新，在金融云领域积极部署，提出了互联网金融发展战略。在此战略下，公司通过从提供互联网金融解决方案向提供互联网金融服务转变，实现商业模式的升级。公司发布非公开发行 A 股股票预案（第二次修订版），拟定增 27.59 亿元，投入不超过 17.38 亿元用于金融业新架构业务、互联网金融数据中心、证券业务“互联网+”云平台和资产管理业务“互联网+”云平台。这将有助于公司抓住在金融创新、互联网金融兴起所带来的行业发展机遇，推动公司“回归金融 IT”的战略升级，从而提高市场占有率，进一步提升公司核心竞争力。

拟建设的资产管理业务“互联网+”云平台基于公司自主研发的全套资产管理业务系统解决方案，在公司先进的四层技术架构的基础上，针对云服务的业务特点进行系统的优化改造和功能升级，更适合众多中小机构的 IT 服务需求和业务需求。

图 7：资产管理业务“互联网+”云平台的产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司公告，公司高管增持股票和第二期员工持股计划均已完成，通过二级市场累计购买公司股票金额分别为 2 亿和 2.5 亿元，对于公司锁定技术人才，提升公司竞争力起到关键作用。

四、业绩增长可期，给予买入-A 评级

公司是金融 IT 领域龙头，技术实力强、优质客户资源多、市场占有率高，并且公司互联网金融战略也为公司未来业绩腾飞定下基调。高管增持股票及与员工持股计划顺利实施为公司可持续发展带来积极信号，我们预计公司 2016 至 2018 年主营业务收入分别为 30.9 亿元、38.5 亿元和 48.8 亿元；EPS 分别为 0.44 元，0.60 元和 0.83 元，给予买入-A 评级，六个月目标价为 41 元。

五、风险提示

- 1、市场竞争加剧；
- 2、政策面收紧；
- 3、互联网战略实施受阻

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,368.0	2,614.9	3,090.8	3,848.6	4,880.9	年增长率					
减:营业成本	1,855.7	1,955.9	2,216.1	2,713.3	3,406.8	营业收入增长率	16.6%	10.4%	18.2%	24.5%	26.8%
营业税费	18.7	20.9	13.0	16.2	20.5	营业利润增长率	46.6%	52.0%	50.1%	38.8%	40.9%
销售费用	75.2	84.1	94.3	118.5	146.4	净利润增长率	40.4%	66.1%	52.9%	37.0%	39.4%
管理费用	338.7	426.0	444.8	504.2	585.7	EBITDA 增长率	59.8%	70.8%	143.2%	50.6%	47.2%
财务费用	-123.6	-168.1	-120.0	-123.0	-137.0	EBIT 增长率	67.1%	80.7%	156.1%	52.4%	48.3%
资产减值损失	7.9	13.8	2.8	2.8	2.8	NOPLAT 增长率	65.5%	80.9%	149.6%	52.4%	48.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-0.2	-6.3	4.3	投资资本增长率	54.2%	43.4%	94.9%	-12.9%	15.1%
投资和汇兑收益	-2.7	10.6	-	-	-	净资产增长率	22.8%	57.7%	18.4%	25.0%	26.7%
营业利润	192.7	293.0	439.8	610.4	860.0						
加:营业外净收支	5.9	19.2	19.9	20.8	19.9	盈利能力					
利润总额	198.6	312.1	459.7	631.1	879.8	毛利率	21.6%	25.2%	28.3%	29.5%	30.2%
减:所得税	21.5	33.4	59.8	82.0	114.4	营业利润率	8.1%	11.2%	14.2%	15.9%	17.6%
净利润	153.4	254.7	389.4	533.6	743.9	净利润率	6.5%	9.7%	12.6%	13.9%	15.2%
						EBITDA/营业收入	3.4%	5.2%	10.7%	13.0%	15.0%
						EBIT/营业收入	2.9%	4.8%	10.3%	12.7%	14.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	51.1%	51.6%	36.9%	41.3%	37.9%
货币资金	252.0	519.5	247.3	770.7	1,213.2	负债权益比	104.6%	106.6%	58.4%	70.3%	61.1%
交易性金融资产	-	19.4	19.2	12.9	17.1	流动比率	1.24	1.11	1.59	1.65	1.95
应收帐款	236.9	377.2	568.8	564.4	794.6	速动比率	0.67	0.66	1.03	0.99	1.36
应收票据	45.9	28.3	59.3	53.1	86.7	利息保障倍数	-0.56	-0.74	-2.66	-3.96	-5.28
预付帐款	30.6	36.8	59.7	46.4	86.6	营运能力					
存货	520.7	676.4	541.6	987.6	971.7	固定资产周转天数	11	10	9	6	4
其他流动资产	41.5	36.5	46.4	41.5	41.5	流动营业资本周转天数	18	-3	9	24	19
可供出售金融资产	35.6	154.8	63.5	84.6	101.0	流动资产周转天数	174	194	188	188	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	38	42	55	53	50
长期股权投资	28.1	85.3	85.3	85.3	85.3	存货周转天数	75	82	71	72	72
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	283	342	340	304	302
固定资产	73.2	78.8	70.9	62.9	55.0	投资资本周转天数	42	56	82	81	64
在建工程	77.2	144.0	144.0	144.0	144.0	费用率					
无形资产	63.0	78.6	75.1	71.7	68.3	销售费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%
其他非流动资产	514.1	819.6	793.5	803.6	802.9	管理费用率	14.3%	16.3%	14.4%	13.1%	12.0%
资产总额	1,918.8	3,055.3	2,774.6	3,728.7	4,467.9	财务费用率	-5.2%	-6.4%	-3.9%	-3.2%	-2.8%
短期债务	155.4	220.0	9.1	-	-	三费/营业收入	12.3%	13.1%	13.6%	13.0%	12.2%
应付帐款	403.6	761.9	461.1	863.1	888.8	投资回报率					
应付票据	11.8	10.5	16.8	15.4	25.0	ROE	18.3%	19.9%	25.2%	27.1%	29.4%
其他流动负债	339.5	540.5	484.0	619.4	734.7	ROA	9.2%	9.1%	14.4%	14.7%	17.1%
长期借款	40.0	-	-	-	-	ROIC	28.6%	33.6%	58.5%	45.7%	77.9%
其他非流动负债	30.6	43.2	52.2	42.0	45.8	分红指标					
负债总额	980.9	1,576.1	1,023.1	1,539.8	1,694.2	DPS(元)	0.04	0.09	0.10	0.15	0.22
少数股东权益	100.0	195.9	206.4	221.9	243.5	分红比率	20.1%	30.9%	23.7%	24.9%	26.5%
股本	265.6	835.0	891.8	891.8	891.8	股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%
留存收益	572.3	447.5	653.2	1,075.2	1,638.4						
股东权益	938.0	1,479.2	1,751.5	2,188.9	2,773.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	177.1	278.7	389.4	533.6	743.9	EPS(元)	0.18	0.31	0.44	0.60	0.83
加:折旧和摊销	13.0	12.6	11.4	11.4	11.4	BVPS(元)	1.00	1.54	1.73	2.21	2.84
资产减值准备	7.9	13.8	-	-	-	PE(X)	166.8	100.4	70.1	51.2	36.7
公允价值变动损失	-	-	-0.2	-6.3	4.3	PB(X)	30.5	19.9	17.7	13.9	10.8
财务费用	-97.6	-155.8	-120.0	-123.0	-137.0	P/FCF	12,181.	189.0	-100.2	42.4	43.9
投资损失	2.7	-10.6	-	-	-	P/S	10.8	9.8	8.8	7.1	5.6
少数股东损益	23.7	23.9	10.5	15.5	21.6	EV/EBITDA	149.9	295.7	80.6	52.4	35.0
营运资金的变动	-37.5	114.9	-436.5	98.5	-132.9	CAGR(%)	45.8%	40.0%	47.3%	45.8%	40.0%
经营活动产生现金流量	100.9	179.4	-145.4	529.6	511.1	PEG	3.6	2.5	1.5	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-37.8	-147.9	91.7	-8.5	-24.9	ROIC/WACC	2.7	3.2	5.6	4.4	7.4
融资活动产生现金流量	-122.9	217.4	-218.5	2.2	-43.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn