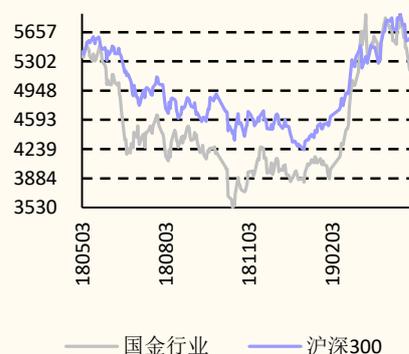


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金通信指数	5194.63
沪深 300 指数	3913.21
上证指数	3078.34
深证成指	9674.54
中小板综指	9398.35



相关报告

- 1.《科创板计算机研究:Ucloud—巨头间起舞,差异化竞争是破局...》, 2019.4.15
- 2.《科创板 ICT 研究:从生命周期及行业特性看科创企业估值-通信计...》, 2019.4.6
- 3.《运营商资本开支拐点确立,有线电视网络融合迎来曙光-国金通信行...》, 2019.3.25
- 4.《人工智能‘视’‘听’盛宴来临-AI 视觉及语音专题分析报告》, 2019.3.20
- 5.《MWC2019 深度分析:智能终端爆发,边缘计算崛起,看好时延...》, 2019.3.5

罗露

联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

金融 IT: 双轮驱动的优质赛道, 龙头公司最具投资价值

一周行情回顾

- 本周(2019/04/24-2019/04/30)沪深 300 指数下跌 3.05%, 创业板指下跌 5.13%; 通信申万指数下跌 9.57%, 其中通信设备指数下跌 9.93%, 通信运营指数下跌 6.72%。
- 行业内上市公司本周涨幅前五分别是: 深南股份(+15.55%), 会畅通讯(+15.38%), *ST 信通(+14.51%), 吴通控股(+14.41%), 亿联网络(+8.87%)。

本周行业观点

- **金融 IT 是 A 股最值得投资的金融科技赛道, 龙头公司最具投资价值。**金融 IT 专业壁垒高、客户粘性强, 监管、科技双轮驱动, 长期发展极具潜力。细分行业中, 银行 IT 解决方案市场 18-22 CAGR 将达 20.8%, 未来主战场将转向中小银行; 证券 IT 市场受二级市场波动影响较大但增长趋势不变, 核心系统市场格局已定; 保险 IT 为后起之秀, 解决方案市场 18-22 CAGR 达 22%, 行业集中度不断提升, CR5 已达 66%, 中科软一家独大。长期看, 金融 IT 行业发展有三大逻辑支撑: 一是国内金融业的 IT 支出总额和结构仍具有巨大提升、优化空间, 以银行 IT 为例, 当前国内商业银行 IT 支出占营收比重不足 2%, 而国外银行业 IT 支出占比达 7%; 二是中国金融市场开放将进一步打开金融 IT 行业的成长空间; 三是云计算和人工智能将对金融业产生深远变革, 金融 IT 厂商面临重大历史机遇。我们认为, 金融 IT 企业的竞争力是产品力、运营力和生态力的三力融合, 龙头公司具备领先的产品力和运营力且持续完善生态, 在行业发展趋势中受益最为明确, 强者恒强的逻辑会越来越明显, 因此最具投资价值。
- **云计算市场开放是确定性趋势但会是一个循序渐进的过程, 长期看主要影响 PaaS 领域。**4月24日, 工信部信息通信发展司司长闻库表示, 中国监管部门赞成国内和国际企业合作开展云服务, 云计算市场开放一事得到官方初步确认。我们认为中国的云计算市场开放是大势所趋, 中美贸易谈判只是助推剂。但整个市场的开放不会一蹴而就, 将从允许外商在自贸区自建 IDC 开始, 最终的走向是外资云服务商可以独立获得牌照并实现境内外 IDC 的相互隔离。影响上, 从 IDC 角度, 一方面, 允许外商在自贸区自建 IDC, 对机房资源主要在一线城市的头部 IDC 厂商并无负面影响; 另一方面, 本土 IDC 厂商具备资源与本地化服务优势, 市场开放也不会改变其和外资云计算厂商的现有合作模式; 从云计算角度, IaaS 领域外资云服务商并不占优, 国内 IaaS 生态格局将保持稳定; PaaS 领域, 外资云服务商具备更深厚的特定领域专业知识积累, 未来进入中国将成为自然选择。长期看, 云计算市场的开放将增加国内 PaaS 领域的竞争, 中小厂商会遭洗牌, 市场将会向头部厂商进一步集中。

投资建议

- 金融 IT 领域, 建议关注证券 IT 龙头恒生电子, 银行 IT 领先公司长亮科技、科蓝软件、宇信科技; 云计算领域, 建议关注本土 IDC 龙头厂商光环新网。

风险提示

- 金融机构 IT 支出不及预期; IDC 厂商机柜新建及上架率不及预期。

1. 金融 IT 专题：优质赛道，看好龙头

1.1 专业壁垒高、客户粘性强，监管、科技双轮驱动，A 股市场最值得关注的金融科技赛道

根据原生背景和规模的不同，我们把金融科技市场玩家分成四类，其中：1) 金融 IT 公司，致力于通过技术输出为金融机构提供信息化产品或服务的企业；2) 科技生态公司，通过建立入口、提供金融服务、变现用户数据等构建庞大的金融科技生态；3) 新型金融服务公司，通常是通过开发新客户群体或者使用新技术手段切入某一特定的金融领域，提供特定的金融产品；4) 传统金融机构，在金融科技浪潮下通过加大投资科技以提升业务水平、应对竞争威胁。在上述四类玩家中，除科技生态公司外，我们认为金融 IT 公司兼具深刻的金融行业理解力、较强的技术研发实力、灵活的业务调整能力以及开放的心态，是 A 股市场上最值得关注的金融科技企业。

图表 1：金融科技公司分类



来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

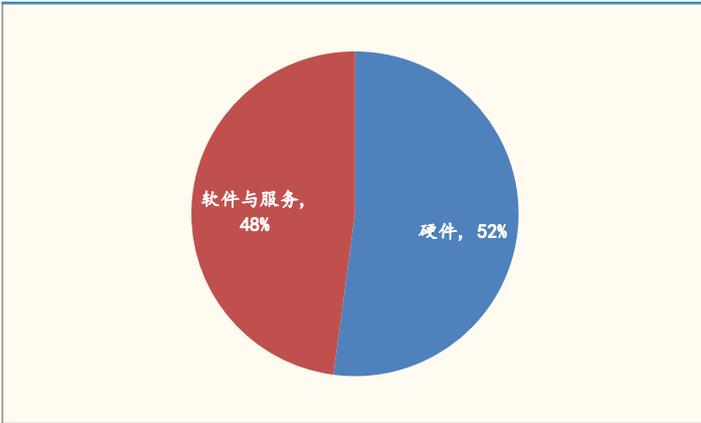
高专业壁垒、强客户黏性、定制化严重是行业主要特点。因金融业务的多样性和复杂性，同时受监管政策影响极大，故金融 IT 企业需要具备丰富的金融知识和深刻的政策认知。同时，金融机构核心系统切换成本极大，如券商经纪业务运营平台的更替时间动辄数月起，因而金融 IT 公司客户黏性极强，国外巨头如 FIS 跟客户的合作时间可长达 30 年以上。此外，由于金融机构需求不一，产品难以标准化，尤其是核心业务系统更需要适配客户需求，因此定制化是整个行业的鲜明特征之一。

RegTech + FinTech 双轮驱动，金融 IT 行业发展极具潜力。一方面，金融监管的范围和功能不断扩大，例如“资管新规”的出台等，导致金融机构的合规风控需求增加，此外金融制度改革和金融市场开放为金融 IT 企业带来增量市场空间；另一方面，中国金融机构正面临发展新业态、寻找新盈利模式以及应对新兴金融服务公司的挑战，科技已成为业务创新的关键引擎，大数据、云计算、人工智能等创新技术的发展与应用既为金融业带来了全新的挑战，也为金融 IT 行业带来重大的机遇。

1.2 金融机构 IT 支出增加及结构升级是金融 IT 厂商成长大逻辑、金融市场开放、创新技术应用将为行业带来深刻变革。

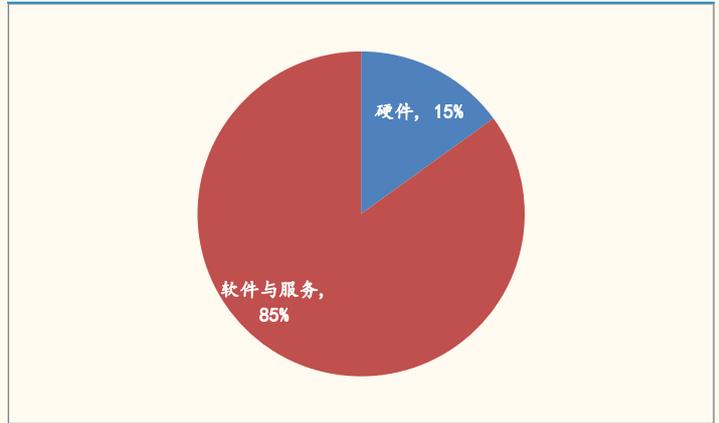
当前，国内外金融机构在信息化投入上仍然存在较大差异。以 2017 年为例，国外银行机构的年度信息化支出占营收的比重在 6% 以上，而根据中国证券业协会，国内证券公司的 IT 投入占比不足 4%。随着未来金融机构加大信息投入，金融科技行业将直接受益。此外，金融业 IT 支出中软件与服务支出占比仍具有巨大提升空间。以银行 IT 支出为例，现阶段国内银行业 IT 支出中硬件投资占比高达 50% 以上，而根据 Gartner 的统计，美国银行业 IT 支出中硬件投资占比仅有 15%，长期来看中国银行业软件与服务支出占比的提升是必然趋势，对意味着金融 IT 解决方案市场尚有很大的提升空间。

图表 2：2017 年中国银行业 IT 支出结构(2017)



来源：IDC, 国金证券研究所

图表 3：美国银行业 IT 支出结构 (2017)

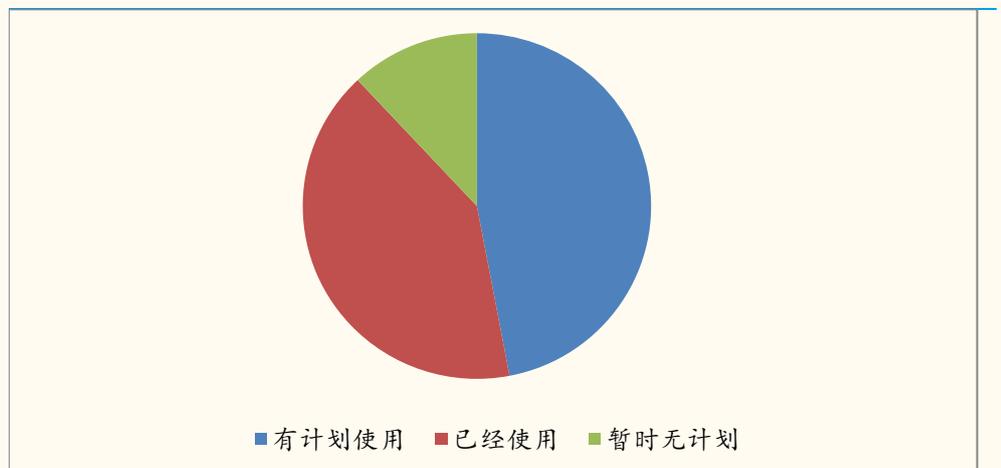


来源：Gartner, 国金证券研究所

金融市场开放将进一步打开金融 IT 行业成长空间。我们认为，中国金融业的开放将从两个方面对金融 IT 行业产生较大影响：一方面是客户容量的增加，放宽或者取消金融机构外资持股比例有利于更多外资机构进入国内；另一方面是客户需求的增加，中国金融市场的国际化意味着国内金融机构将更注重 IT 系统建设以提高竞争力，对金融 IT 行业而言意味着与存量客户的合作加强。

从国外发展以及国内政策和需求看，云将成为金融行业基础设施。从国外巨头的云业务定位及发展趋势来看，金融云已成为行业共识。自 14 年以来，FIS 已将北美地区 50% 左右的业务迁移到云端，并计划到今年年底会将全球业务的 65% 的迁到云上。从国内政策导向看，监管机构鼓励金融云的普及和应用。2016 年银监会发布《中国银行业信息科技“十三五”发展规划（征求意见稿）》，计划到“十三五”末期，银行面向互联网场景的重要信息系统全部迁移至云计算架构平台，其他系统迁移比例不低于 60%。从需求端看，根据中国信通院的调研，截止到 2018 年 3 月超过 87% 的金融机构正在应用或者有计划应用云计算技术，金融云需求高涨。

图表 4：中国金融行业云计算技术应用进展



来源：中国信通院, 国金证券研究所

AI 变革金融经营过程，提升金融服务效率。金融行业是 AI 应用的沃土，产品服务及运营环节效能提升最为明显。当前人工智能技术对金融经营过程的变革体现在从前台的服务与营销到中台的产品与风控再到后台的管理与数据整个过程，其中应用效能最高的在于产品服务以及运营智能环节。在产品服务侧，根据 IDC 的预测，对话式人工智能的采用可替代银行人工客服回答 70% 以上的问题并直接节约呼叫中心的成本；在运营环节，落地案例表明 AI 可以提高银行反欺诈系统的准确率 5 倍以上，降低银行 20% 以上的损失并增加 10% 以上的收入。

1.3 三力融合，龙头最具价值

1.3.1 产品力、运营力、生态力是金融科技企业核心能力

我们认为，在金融 IT 行业取得优势的企业需要具备切中需求痛点的**产品力**、**高效的运营力**以及**完善的生态力**：1) 产品力是企业能否真正解决客户需求痛点的关键所在，体现在行业纵深能力、技术能力、实施能力以及数据安全能力四个方面；2) 运营力是金融科技企业稳步成长的保障，包括客户定位能力、获客能力、服务能力以及数据运营能力；3) 未来金融 IT 的形态是以金融业务为导向，提供贴合金融机构多样化需求的智能化服务。因此，构建生态实现不同企业间的协同互补将成为行业未来的发展方向。我们认为，金融 IT 企业的生态构建能力取决于用户规模/价值提升能力、平台能力以及资本运作能力。

1.3.2 金融 IT 龙头最具投资价值

按照三力框架，结合金融市场开放以及金融 IT 的云化和智能化趋势，我们认为**金融 IT 领域最具投资价值的仍然是龙头企业**：首先，对于新涌入的外资金融机构，金融 IT 龙头在时间、人才、知识、经验和口碑的累积上都更具优势；其次，龙头企业具备技术优势、场景优势以及行业理解优势，在云和 AI 转型上具有天然优势；最后，产品力和运营力是构建生态力的基础，只有龙头公司才具备构建生态圈的资本，因此金融 IT 龙头未来具有更大的爆发潜力。

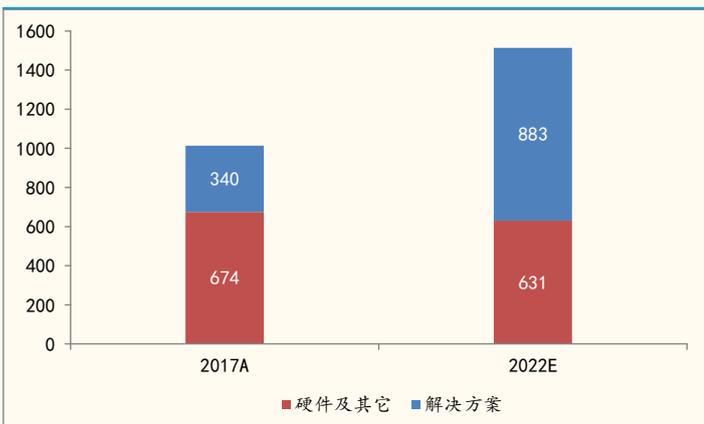
1.4 细分行业情况

1.4.1 银行 IT：竞争日趋激烈，机会在中小银行

解决方案市场将快速增长，主要领域头部市场格局已相对稳定。

IDC 预计银行 IT 解决方案市场将维持 CAGR 20% 左右的增长，至 2022 年达到 883 亿元，占总支出的比重提高到 58%。目前三大解决方案市场头部格局已多年未发生重大相对变动：业务类以文思海辉金信、神州数码、宇信科技等领先；管理类以文思海辉金信、宇信科技、IBM 等领先；渠道类以宇信科技、科蓝软件、神州数码等领先。

图表 5：银行 IT 解决方案市场将保持快速增长（亿元）



来源：IDC, 国金证券研究所

图表 6：中国银行 IT 解决方案市场投资分布（2017）



来源：IDC, 国金证券研究所

整体市场格局愈加分散，主战场将从大型银行转移到中小银行。银行 IT 解决方案市场格局极其分散，2017 年 CR5 不足 20%，相比 2015 年 CR5 为 25% 左右，市场整体上朝更加分散的趋势发展。目前，银行 IT 市场主要集中在大型国有银行和股份制商业银行，但从趋势上看，银行 IT 厂商未来主要争夺的客户将

转向中小银行，主要原因一是市场玩家在大型银行上的市场格局已经较为稳定；二是由于大银行本身的科技实力已经达到一定水平，现阶段正逐渐从对内服务转向对外输出。

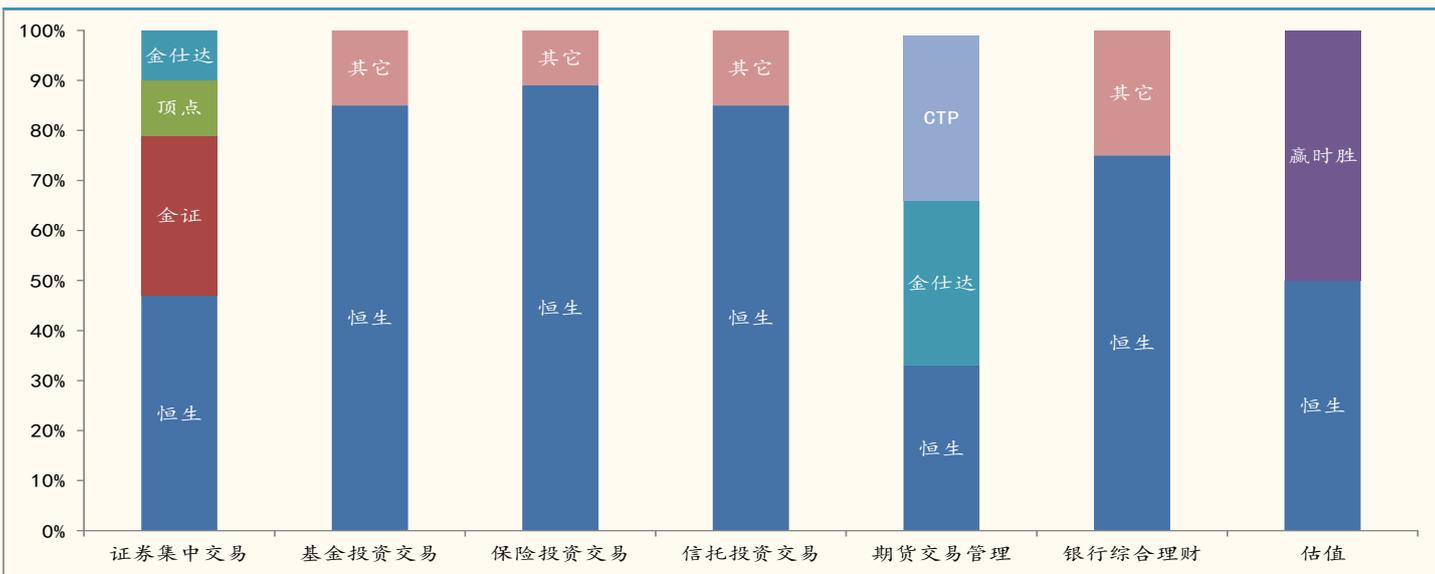
1.4.2 证券 IT：市场增长趋势不变但增速波动较大，核心系统市场格局已定

证券 IT 整体受二级市场波动影响较大。影响证券 IT 支出的直接因素为券商、基金、期货等公司的盈利水平，间接因素为二级市场波动。证券公司 IT 总支出占营收比重波动较大，整体上看证券 IT 厂商的营收增速跟证券公司营收增速呈正相关。

受监管政策影响明显，RegTech 已成主要驱动力，金融监管的“规范化”和“创新化”趋势持续带来市场空间的提升。整体而言，在所有金融 IT 细分领域，证券 IT 受政策影响最为明显，当前监管科技已经成为证券 IT 成长的主要逻辑之一。我们测算，以“资管新规”为代表的金融市场规范化预计给行业带来 18-27 亿增量市场空间，而以科创板、沪伦通和 CDR 等为代表的金融市场创新预计给行业带来 22-30 亿增量市场空间。

核心系统市场格局已定，龙头公司恒生电子优势明显。证券 IT 市场的主要玩家为金证股份、顶点软件、赢时胜、金仕达、迅投等公司，在核心系统的市场占有率上恒生处于领先地位。证券 IT 系统尤其是跟交易相关的核心业务系统彼此之间关联性很强，需要平台之间能够很好地融合，因此核心系统市场上占优的厂商议价能力和捆绑销售能力都很强。

图表 7：证券 IT 核心产品市场占有率情况

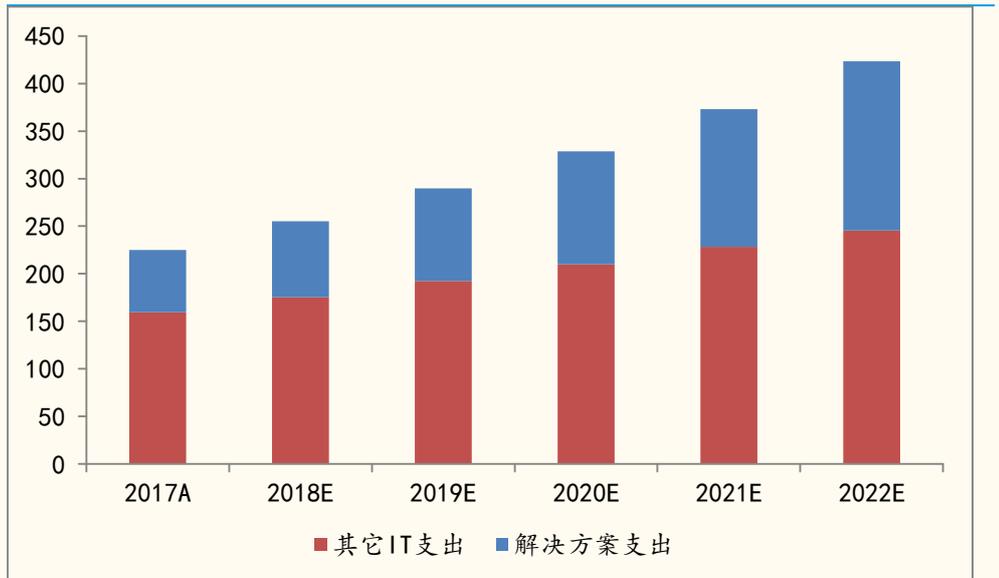


来源：相关公司公告，公开材料，分析师整理，国金证券研究所

1.4.3 保险 IT：后起之秀，快速成长的细分赛道

保险 IT 起步较晚但成长迅速，预计未来四年解决方案市场年均复合增速在 20% 以上。相比证券 IT 和银行 IT，保险 IT 起步略晚，“十一五”末期整个保险行业的信息化工作才全面起步。根据 IDC，2017 年我国保险业 IT 支出约为 225 亿元，预计 18-22 市场规模 CAGR 达 13.5%；解决方案市场规模约为 65.4 亿元，预计 18-22 市场规模 CAGR 达 22%。

图表 8：中国保险业 IT 解决方案支出预测



来源：IDC，分析师整理，国金证券研究所

龙头中科软一家独大，行业集中度不断提升。一直以来，保险 IT 解决方案市场相对比较集中，头部厂商如中科软、软通动力、易宝网络、用友、SAP 等实力不断增强，市占率均有所提升，行业 CR5 也由 2010 年的 48% 提高到 2017 年的 66%，强者恒强效应明显。龙头厂商中科软近几年市占率快速攀升，从 2010 年的 26% 提高到 2017 年的 39%，而行业第二软通动力市占率不足 9%，因此可谓一家独大。

2. 云计算市场开放：循序渐进的确定性趋势，长期主要影响 PaaS 领域

4月24日，工信部信息通信发展司司长闻库在国新办发布会上表示，中国监管部门积极地推进电信领域的扩大开放，赞成国内和国际企业合作开展云服务。此前，华尔街日报曾报道，在中美贸易协议谈判中，中方将提议放宽外国科技公司进入中国云计算市场的渠道。闻库司长的表态意味着我国云计算市场开放一事得到了官方初步确认。

云计算市场开放是大势所趋，中美贸易谈判只是助推剂。云计算市场开放实际上是中国电信领域对外开放乃至整个国家对外开放计划中的一部分，中美贸易谈判并非决定性因素。过去五年中国逐步设立了12个自贸试验区，探索推动新一轮的对外开放。去年的中国发展高层论坛2018年会上，商务部副部长王受文曾表示中国已经开放了120个商业领域，超过加入WTO时承诺的100个，此前未承诺开放的领域也将部分放开。今年以来，电信领域开放程度加大，例如1月份英国电信（BT）在华子公司获得了增值电信业务牌照，2月份发布的《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》也包含了“云计算软件、设备和系统开发”。因此，国内云计算市场开放，仅是中国努力缩小外商投资限制名单的一部分。

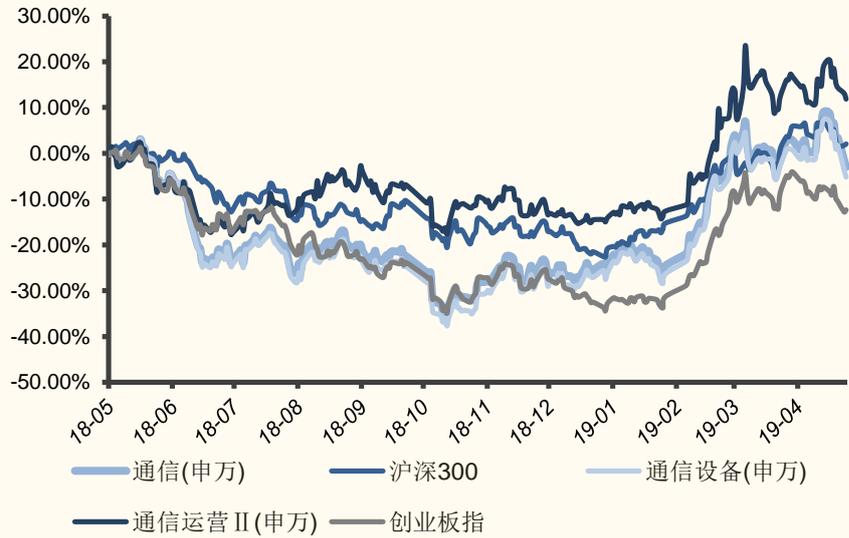
云计算市场开放将是一个循序渐进的过程，将从允许外商在自贸区自建IDC开始，最终走向是牌照开放加IDC隔离。从节奏上判断，国内云计算市场开放不可能一蹴而就，主要原因在于当前相关的法律环境尚不支持，外国云服务厂商在独立运作之前需要先克服为中国客户提供充分数据隐私保护的法律障碍。17年中开始实施的《网络安全法》规定关键信息基础设施的运营者在中国境内收集和产生的重要数据必须在境内存储，且在转移至境外之前必须经过监管机构审核评估。从趋势上，我们判断将从允许外商在自贸区建立自有的IDC开始，未来有望独立获得云服务牌照。但基于中国对境内公民数据转移的限制，未来外资云服务厂商的境内外IDC相互隔离、数据内部之间并不打通的模式将成为主流。

IDC及IaaS市场格局将保持稳定，PaaS将成为外资活跃阵地。从IDC角度，一方面，允许外商在自贸区自建IDC，对机房资源主要在一线城市的头部IDC厂商如光环新网、万国数据等并无负面影响；另一方面，本土IDC厂商具备资源与本地化服务优势，市场开放也不会改变其和外资云计算厂商的现有合作模式。从云计算角度，IaaS领域外资云服务商无论是在C端（如游戏、视频等，被BAT业务生态所绑定）、B端（垂直行业中大B倾向私有云、小B倾向于行业云及国内公有云）、G端（需要处理政府关系并要有政务理解）等均不占优，国内IaaS生态格局将保持稳定；PaaS领域，中国市场规模庞大，而外资云服务商具备更深厚的特定领域专业知识积累，例如微软有着多年服务企业级办公市场的经验、SalesForce围绕CRM构建了庞大生态圈，未来进入中国将成为自然选择。长期看，云计算市场的开放将增加国内PaaS领域的竞争，中小厂商会遭洗牌，市场将会向头部厂商进一步集中。

3. 通信板块走势回顾

本周（2019/04/24-2019/04/30）沪深 300 指数下跌 3.05%，创业板指下跌 5.13%；通信申万指数下跌 9.57%，其中通信设备指数下跌 9.93%，通信运营指数下跌 6.72%。

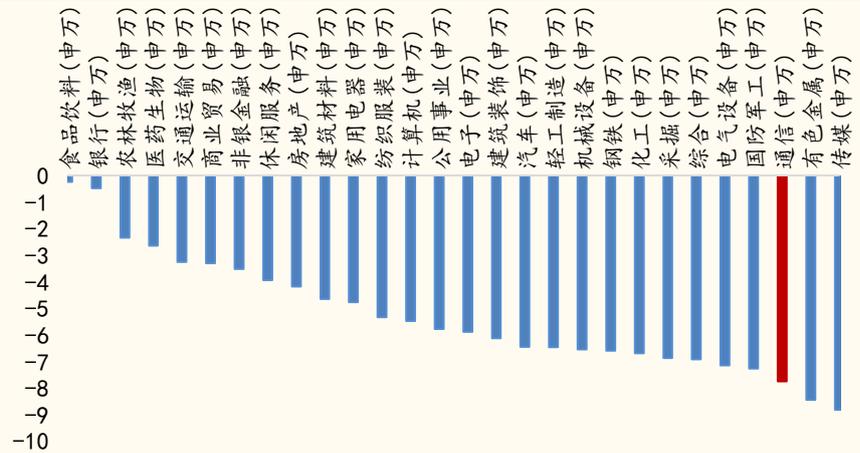
图表 9：通信板块走势图



来源：Wind，国金证券研究所

- 申万一级行业上周排名前三：食品饮料（-0.23%），银行（-0.48%），农林牧渔（-2.34%），通信行业（-7.74%）排名第 26。

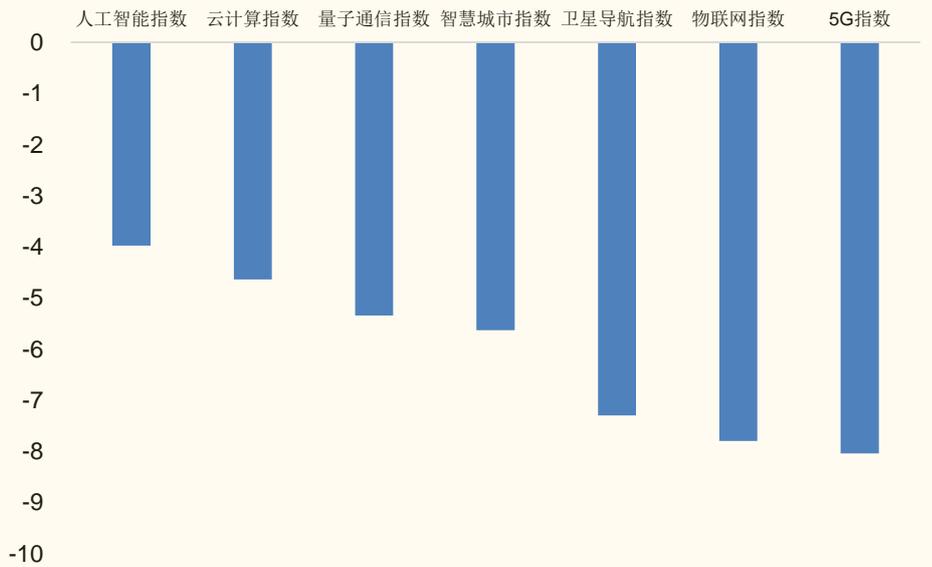
图表 10：申万一级行业周涨跌幅（%）



来源：Wind，国金证券研究所

概念板块中，上周排名前三：人工智能指数（-3.97%），云计算指数（-4.64%），量子通信指数（-5.35%）。

图表 11: 通信行业概念板块周涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 通信行业个股周涨跌幅排行榜

周涨幅榜				周跌幅榜			
公司代码	公司名称	股价	周涨幅 (%)	公司代码	公司名称	股价	周跌幅 (%)
002417.SZ	深南股份	9.66	15.55	000070.SZ	特发信息	14.58	-24.06
300578.SZ	会畅通讯	27.15	15.38	300710.SZ	万隆光电	25.85	-22.02
600289.SH	*ST 信通	3.55	14.51	600776.SH	东方通信	23.40	-18.47
300292.SZ	吴通控股	6.75	14.41	603042.SH	华脉科技	13.76	-18.29
300628.SZ	亿联网络	108.39	8.87	002017.SZ	东信和平	13.59	-17.44

来源: Wind, 国金证券研究所, 股价日期 2019/04/30

4. 风险提示

金融机构 IT 支出不及预期; IDC 厂商机柜新建及上架率不及预期。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上;
增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH