

恒生电子 (600570.SH) 买入 (上调评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 78.03 元
 目标价格 (人民币): 110.00-110.00 元

新金融科技巨头的崛起

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	617.81
总市值(百万元)	48,207.34
年内股价最高最低(元)	100.08/45.18
沪深 300 指数	3599.70
上证指数	2850.95

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.763	1.045	1.338	1.686	2.069
每股净资产(元)	4.97	5.15	6.22	7.51	9.10
每股经营性现金流(元)	1.30	1.52	1.52	2.23	2.65
市盈率(倍)	60.83	49.76	62.05	49.25	40.15
净利润增长率(%)	2476.18%	36.96%	28.12%	26.00%	22.68%
净资产收益率(%)	15.33%	20.29%	21.52%	22.47%	22.72%

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **金融 IT 行业进入新创新周期, 恒生战略布局领先, 未来将强化竞争优势。** 2015 年以来, 金融机构对 RegTech 和 FinTech 的新需求涌现: 一方面, 出于合规风控需要要求业务系统的更新、升级能紧跟监管政策变动步伐; 另一方面, 出于业务提升需要希望得到创新技术的赋能。恒生的战略布局始终领先并持续深化: 监管上, 紧跟政策趋势, 快速推出风险管理、机构柜台等产品, 满足客户需求; 技术上, 积极布局云计算、人工智能、区块链等, 创新业务取得快速发展, 近三年营收 CAGR 在 70% 以上。我们认为, 金融 IT 行业专业壁垒高、客户黏性强, 公司为行业龙头且前沿布局领先, 未来将强化领先地位。
- **恒生具备领先的产品力、运营力并持续完善生态体系, 是国内最具千亿市值潜力的金融 IT 企业。** 参考国际巨头 FIS 的崛起历程, 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。对恒生而言, 从定性的角度, 公司依托领先的市场地位 (核心产品市占率 50%-90%)、多年的行业理解 (22 年业务经验)、深厚的技术积累 (40% 研发占比) 等在产品力及运营力上构建了高壁垒, 同时在生态构建方面, 公司正从过去封闭的业务拓展模式转变为开放的、合作的模式; 从定量的角度, 我们认为现阶段**金融 IT 公司的生态价值取决于客户数、场景数、产品使用频率、大数据挖掘程度、单客户价值、平台用户数、资本杠杆七大因素。**恒生覆盖核心客户数近 700 家, 业务场景数十个, 单客户价值超 400 万, 金融服务平台 GTN 已积累超 3 万开发者、服务 1000+ 金融机构并通过对外投资持续推进生态布局。我们认为, 经过多年沉淀, 公司产品力、运营力领先并着手构建生态, 是国内最有可能成长为千亿市值的金融 IT 企业。
- **对标国际巨头, 恒生仍极具成长空间, 长期看场景化、生态化将成为公司核心发展命题。**对比而言, 全球最大的金融 IT 解决方案提供商之一 FIS 拥有全球 130+ 国家的 20000+ 客户, 覆盖主要金融领域的数百个业务场景, 外延收购数十起, 均远超恒生。当前 FIS 收入高达 82 亿美元, 市值高达 370 亿美元, 分别是恒生的 17 倍、5.5 倍。放眼国内金融 IT 行业, 恒生不管是传统业务地位还是创新业务布局领先优势都很明显, 是最有可能成为下一个 FIS 的公司, 成长空间巨大。长期来看, 我们认为通过吸引生态伙伴加入、借助生态力量发展是恒生实现弯道超车的高效途径, 场景化、生态化发展将成为公司未来核心命题。

价值评估与投资建议

- 预计公司 19-21 年实现归母净利润分别为 8.3/10.4/12.8 亿元, EPS 1.34/1.67/2.07 元, 综合 SOTP 及 EV/(EBITDA+研发)估值方法, 我们认为公司的合理市值为 674 亿元, 给予目标价 110 元, 上调至“买入”评级。

风险提示

- 内部管理提升不及预期; 监管政策落地不及预期; 创新技术发展不及预期; 金融机构 IT 支出不及预期; 公司对外投资及跟蚂蚁金服的合作效果不及预期; 投资收益波动风险; “恒生网络事件”影响带来的风险。

相关报告

1. 《费控持续、政策助力, 看好全年发展-恒生电子一季报点评》, 2019.4.25
2. 《内部管理提升、外部双轮驱动, 走上生态化扩张之路-恒生电子年报...》, 2019.4.1
3. 《AI 新产品落地, 创新业务持续增长-《2018-12-23 公司...》》, 2018.12.23

罗露

联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川

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

内容目录

1. 三重因素驱动，金融 IT 行业长期发展极具潜力.....	5
1.1 国内金融机构 IT 支出总额及结构仍存在巨大提升和优化空间.....	5
1.2 RegTech：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	5
1.2.1 监管政策趋严趋紧，金融市场规模化预计带来 18-27 亿增量市场空间...	5
1.2.2 新监管周期开启，金融制度革新进一步拓展行业空间.....	6
1.3 FinTech：“云化”和“智能化”是金融行业发展必然趋势.....	7
1.3.1 云是创新技术的核心载体，将成为金融行业基础设施.....	7
1.3.2 AI 变革金融经营过程，提升金融服务效率.....	8
2. 国内金融 IT 龙头，“云+AI”打开新一轮成长空间.....	9
2.1 聚焦金融 IT 二十余年，龙头地位稳固、优势明显.....	9
2.2 从项目公司到产品公司再到平台公司，恒生持续进化.....	11
2.3 紧跟政策趋势，充分受益 RegTech 发展.....	13
2.4 龙头转型优势明显，创新业务布局深化.....	14
2.4.1 依托行业龙头地位，云和 AI 转型具备天然优势.....	14
2.4.2 创新业务快速成长，云和 AI 布局持续深化.....	15
2.5 内部管理提升，盈利能力显著改善.....	16
3. 巨头 FIS 崛起启示：产品力、运营力、生态力是金融 IT 企业核心能力	17
3.1 FIS 成长之路：客户导向、长线战略、立体扩张.....	17
3.2“三力”决定金融 IT 企业成长速度与未来高度.....	18
3.2.1 产品力是金融 IT 企业立身的基石.....	19
3.2.2 运营力是金融 IT 企业发展的保障.....	20
3.2.3 生态力是金融 IT 企业最终发展方向.....	20
3.3 对标巨头，场景化、生态化是恒生长期发展核心命题.....	20
4. 一纵一横一圈，生态化扩张之路开启.....	21
4.1 一纵：深耕金融 IT 发育专业纵深能力，打通行业提供端到端、场景化解决方案.....	21
4.2 一横：沉淀行业知识构建大中台，从支撑需求到支撑业务布局.....	22
4.3 一圈：协同合作伙伴开启生态扩张之路.....	24
4.3.1 战略投资完善金融科技布局.....	24
4.3.2 背靠蚂蚁金服扩大生态版图.....	24
5. 盈利预测及估值.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 SOTP 估值.....	26
5.3 EV 估值.....	27
6. 风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 中美部分金融机构 IT 支出占比情况对比	5
图表 2: 2017 年中国银行业 IT 支出结构(2017)	5
图表 3: 美国银行业 IT 支出结构 (2017)	5
图表 4: “资管新规”下金融 IT 行业增量市场空间测算.....	6
图表 5: 近期金融制度创新 (科创板、沪伦通、CDR 等) 为金融 IT 行业带来的增量市场空间测算	6
图表 6: FIS 将云视为下一代解决方案架构的核心特征之一	7
图表 7: 中国金融行业用户应用云的主要目的	8
图表 8: 中国金融行业云计算技术应用进展.....	8
图表 9: 国内金融机构云计算部署模式.....	8
图表 10: 中国金融行业云 PaaS + SaaS 支出 (百万美元)	8
图表 11: 全球金融 AI 市场规模 (2017-2022, 亿美元)	9
图表 12: 中国 AI 投顾资管规模 (亿美元) 及用户渗透率.....	9
图表 13: 恒生电子历史发展沿革: 证券 IT 立业、双向扩张、聚焦发展.....	10
图表 14: 证券 IT 核心系统市场占有率情况.....	10
图表 15: 恒生与主要竞争对手研发支出占比对比.....	11
图表 16: 2018 年恒生与主要竞争对手营收对比 (亿元)	11
图表 17: 恒生与主要竞争对手毛利率对比	11
图表 18: 恒生与主要竞争对手经营性净现金流/营业总收入对比.....	11
图表 19: 恒生电子进化曲线: 项目公司到产品公司再到平台公司	12
图表 20: 恒生 06 年前后研发投入占比及研发人员占比变化	12
图表 21: 恒生 16 年前后研发投入占比及研发人员占比变化	12
图表 22: 恒生收入结构拆分 (2018 年)	13
图表 23: 恒生 2020 年收入结构预测	13
图表 24: 恒生传统业务近三年增长情况: 资管 IT 业务和财富 IT 业务是主要增长来源	14
图表 25: 恒生核心创新子公司营收规模、同比增速及占总营收的比重	15
图表 26: 恒生 ARES Cloud PaaS 平台.....	15
图表 27: 2018 年恒生管理费用、研发费用增速显著下降.....	17
图表 28: 2018 年恒生费控效果明显带动营业利润率上升.....	17
图表 29: FIS: From Provider to Partner	18
图表 30: 金融 IT 企业竞争三力模型.....	19
图表 31: 恒生与 FIS 生态价值对比	21
图表 32: 恒生电子技术中台发展路径	22
图表 33: 恒生 JRES 是 ARES 技术平台核心组成部分	23
图表 34: 恒生电子 iBrain 架构示意	23
图表 35: 近三年恒生对外重要投资/收购梳理.....	24

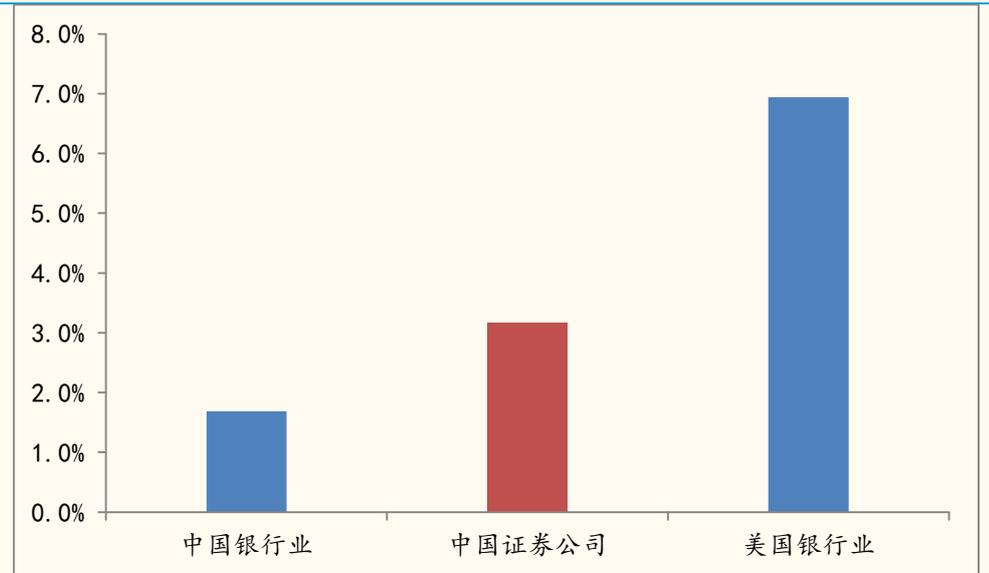
图表 36: 恒生芸泰与蚂蚁金服协同拓展互联网医疗	25
图表 37: 恒生电子“一纵一横一圈”生态化扩张模式梳理.....	25
图表 38: 恒生分业务条线收入预测.....	26
图表 39: 可比上市公司估值 (数据更新到 2019 年 4 月 30 日)	26
图表 40: SOTP 估值.....	27
图表 41: EV/(EBITDA+研发)估值.....	27

1. 三重因素驱动，金融 IT 行业长期发展极具潜力

1.1 国内金融机构 IT 支出总额及结构仍存在巨大提升和优化空间

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%。目前，监管层面对金融机构的信息化建设愈加重视，去年证监会发布《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》，明确该办法覆盖各类主体，目的是推动行业加大信息投入、提升竞争力。此外，信息系统建设投入指标还首次纳入证券公司分类评价。随着未来金融机构加大信息投入，金融 IT 行业将直接受益。

图表 1：中美部分金融机构 IT 支出占比情况对比



来源：IDC, Wind, 中国证券业协会, 德勤, 国金证券研究所

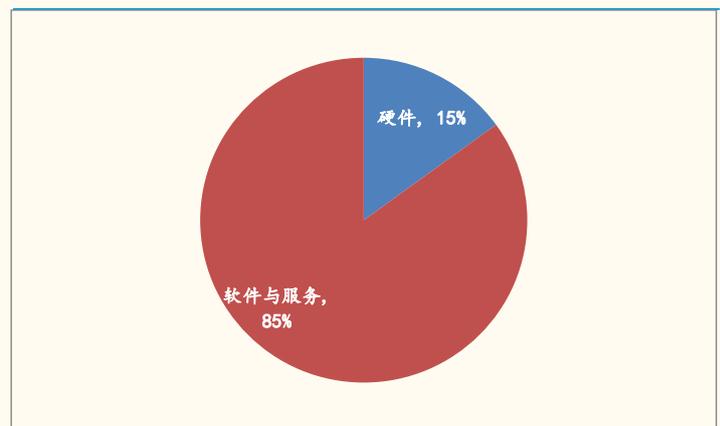
此外，国内金融业 IT 支出中软件与服务支出占比仍具有巨大提升空间。以银行 IT 支出为例，现阶段国内银行业 IT 支出中硬件投资占比高达 50% 以上，而根据 Gartner 的统计，美国银行业 IT 支出中硬件投资占比仅有 15%，长期来看中国银行业软件与服务支出占比的提升是必然趋势，意味着金融 IT 解决方案市场尚有很大的提升空间。

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

1.2 RegTech：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

1.2.1 监管政策趋严趋紧，金融市场规模化预计带来 18-27 亿增量市场空间

以 2015 年股灾为金融严监管的转折点，证监会、银保监会等监管机构密集出台一系列监管政策法规及部门规章，监管思路由鼓励创新变为稳中求进。2016 年进入合规元年以来，“依法监管、从严监管、全面监管”成为贯穿金融监管始终的基调，规范化成为金融行业发展的主旋律。从金融 IT 角度看，监管政策的变动对各细分领域影响不一，其中由一行三会发布的“资管新规”（即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》）对行业提振最大，随着 2018 年正式稿及指导意见的出台，配套细则逐步落地，我们预计将为金融 IT 行业带来 18-27 亿增量市场空间，测算逻辑如下：

- 1、“资管新规”对金融机构业务系统的影响主要来源于两个方面：1) 投资者适当性要求及消除多层嵌套、限制通道；2) 实现净值化管理，要求主营业务不包括资产管理业务的金融机构设立具有独立法人地位的资管子公司。
- 2、上述第一个方面主要影响券商、基金的风险合规以及前端销售系统，从需求端看属于存量的系统改造需求；第二个方面主要影响银行的资产管理业务，从需求端看属于增量的系统建设需求。
- 3、统计境内券商、基金、信托、银行、保险、期货公司数量并预测银行理财子公司数量，测算整体市场空间。

图表 4：“资管新规”下金融 IT 行业增量市场空间测算

金融机构	数量	系统改造/建设费用（万元）		市场空间（万元）	
		下限	上限	下限	上限
券商	131	160	300	20,960	39,300
基金（公募）	122	80	120	9,760	14,640
基金销售公司	119	80	120	9,520	14,280
基金专户子公司	78	80	120	6,240	9,360
信托	68	80	120	5,440	8,160
保险	232	80	120	18,560	27,840
期货	149	80	120	11,920	17,880
银行	562	80	120	44,960	67,440
银行理财子公司	50	1,100	1,500	55,000	75,000
合计				182,360	273,900

来源：Wind, iFind, 银保监会，普益标准，国金证券研究所（注：银行一栏只考虑注册资本大于 5 亿元的银行；理财子公司数为根据当前已申请设立银行名单所做的预测）

1.2.2 新监管周期开启，金融制度革新进一步拓展行业空间

2018 年下半年以来，监管环境出现重大边际变化，强监管政策出现边际松弛，如延长“资管新规”过渡期至 2020 年等，自上而下由政策驱动的金融革新层出不穷，对金融 IT 行业的发展起到重大催化作用。

对内创新加码行业发展。以科创板为例，自习近平主席于 2018 年 11 月 5 日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立，截至 4 月 12 日已有 65 家企业申报上市。科创板的设立要求券商、基金等金融机构的核心业务系统进行升级改造，对券商经纪业务而言单次改造、升级的投入在千万级别，对基金等资管业务而言单次改造、升级的投入在数百万级别。此外像沪伦通、CDR 等也将带来单次数百万的改造、升级费用。随着中国金融制度改革的深化及金融市场的发展，预计此类创新仍将延续。

图表 5：近期金融制度创新（科创板、沪伦通、CDR 等）为金融 IT 行业带来的增量市场空间测算

金融机构	数量	系统改造/建设费用（万元）		市场空间（万元）	
		下限	上限	下限	上限
券商	131	1,300	1,500	170,300	196,500
基金（公募）	122	100	200	12,200	24,400
基金专户子公司	78	100	200	7,800	15,600
信托	68	100	200	6,800	13,600
保险	232	100	200	23,200	46,400
合计				220,300	296,500

来源：Wind, iFind, 银保监会，国金证券研究所

对外开放打开成长天花板。去年博鳌亚洲论坛开幕式上，习近平主席明确将金融业的对外开放列为扩大开放的首位，紧接着易纲行长提出了中国金融业对外开放的具体措施和时间表，此后相关监管机构出台政策，银行、保险、证券等加快开放步伐。**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，例如证监会将证券公司的外资持股比例上限放宽到 51% 后截至 2019 年 4 月已有两家外资控股券商（摩根大通、野村东方）的新设获得证监会核准，对金融 IT 行业而言意味着潜在客户容量的增加；**另一方面是存量客户需求的增加。**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 行业而言意味着存量客户的合作强化。

1.3 FinTech：“云化”和“智能化”是金融行业发展的必然趋势

1.3.1 云是创新技术的核心载体，将成为金融行业基础设施

云计算是金融机构运用金融科技打造数字化运营的基础。随着数据维度和复杂度的指数级增长，数据的管理和应用难度增加，从而影响到金融机构的业务拓展和创新，而基于云的 IT 架构可提升敏捷开发能力并具有高可扩展性，同时能够提供大数据、人工智能等创新技术的应用环境，对金融机构而言可有效实现降本增效。根据 IDC 的预测，率先采用云计算的金融机构在未来三年能够降低 25% 的基础设施支出，云计算相关的科技投入将成为金融机构投资与创新的重点领域。

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。FIS 认为金融行业对速度和灵活性的需求会越来越大，金融机构正加快将本地部署的解决方案迁移至托管云上以快速获取服务其客户的技术。因此，自 14 年以来，FIS 将云计算视为最重要的发展战略之一，并在此后持续进行基于云的架构改造。截止到 2018 年底，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。当前，FIS 已将云计算视为下一代解决方案架构的核心特征之一。

图表 6：FIS 将云视为下一代解决方案架构的核心特征之一



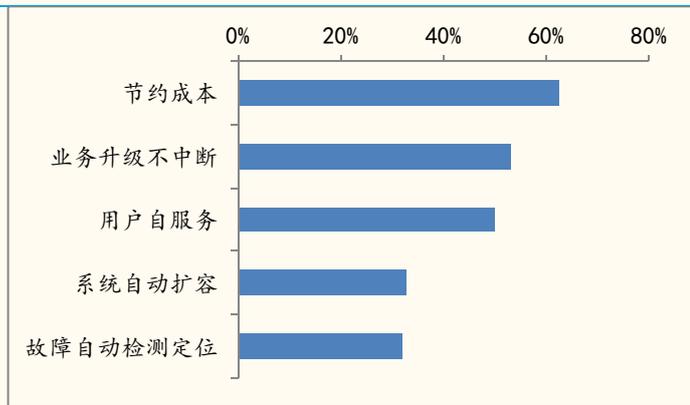
来源：公司公告，国金证券研究所

从国内政策导向以及产业环境来看，金融云具备大规模应用的基础。

首先，监管政策明确支持金融云的发展。2015 年国务院在《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中明确鼓励金融机构探索利用云服务平台开展金融核心业务；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%；2017 年中国人民银行《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》提出将稳步推进系统架构和云计算技术的应用研究。政策导向持续有利于金融云的普及和应用。

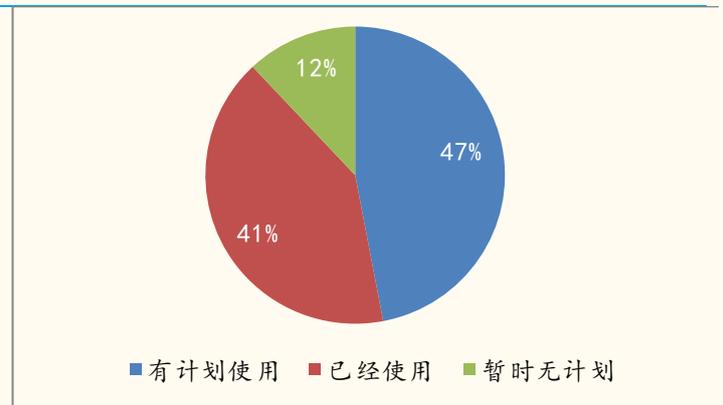
其次，金融云产业链成熟，金融机构上云需求增加。从供应端看，传统金融 IT 公司如恒生电子、银行系科技子公司如兴业数金、新兴金融科技巨头如蚂蚁金服、互联网公司如百度等纷纷布局；从需求端看，根据中国信通院的调研，截止到 2018 年 3 月超过 87% 的金融机构正在应用或者有计划应用云计算技术，应用目的以缩短应用部署时间、节约成本为主，金融云需求高涨。

图表 7：中国金融行业用户应用云的主要目的



来源：中国信通院，国金证券研究所

图表 8：中国金融行业云计算技术应用进展

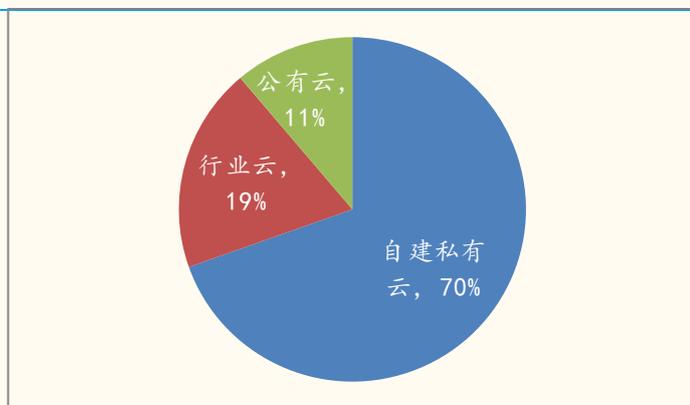


来源：中国信通院，国金证券研究所

当前国内金融云部署模式以自建私有云、行业云为主，金融 IT 企业的机会在技术输出。

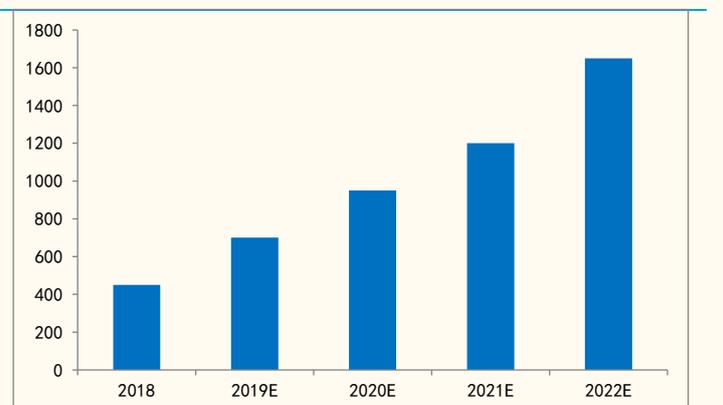
根据中国信通院，在国内已经使用云计算技术的 161 家金融机构中，接近 70% 的金融机构采用自建私有云的模式搭建云平台，19% 的金融机构采购由专业金融行业云服务商提供的行业云服务。根据 IDC，2018 年中国金融行业云支出接近 10 亿美元，预计 2019 年同比增长 50% 以上。我们认为，长期来看私有云、行业云仍将是金融云的主要部署模式，对金融 IT 企业而言，未来借助金融云的快速发展实现大数据、人工智能、SaaS 输出将是主要的发展机遇。

图表 9：国内金融机构云计算部署模式



来源：中国信通院，国金证券研究所

图表 10：中国金融行业云 PaaS + SaaS 支出（百万美元）



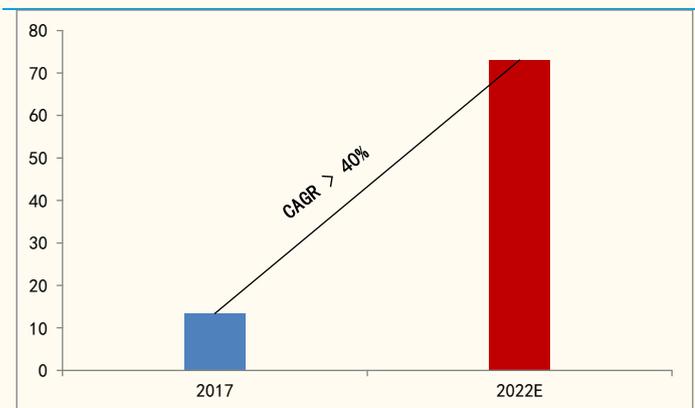
来源：IDC，国金证券研究所

1.3.2 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。金融行业由于历史数据完善、量化思维程度较高，因而是人工智能最为理想的应用领域之一。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。

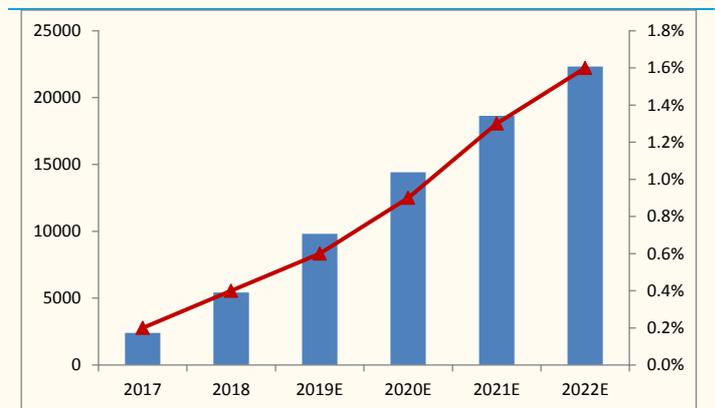
金融 AI 市场前景广阔，智能投顾发展迅猛。根据中国电子学会《新一代人工智能发展白皮书（2017）》的预测，2020 年国内金融 AI 产业规模将达到 8 亿美元，而 MarketsandMarkets 数据显示 2022 年全球金融 AI 产业规模将达 73 亿美元。智能投顾是人工智能在金融行业产生效益最为明显的领域之一。据 Statista 统计，2018 年中国由智能投顾管理的资产规模达 882 亿美元，预计未来五年 CAGR 达 58%，用户渗透率将从 1.2% 提高到 8.7%。

图表 11：全球金融 AI 市场规模（2017-2022，亿美元）



来源：MarketsandMarkets，国金证券研究所

图表 12：中国 AI 投顾资管规模（亿美元）及用户渗透率



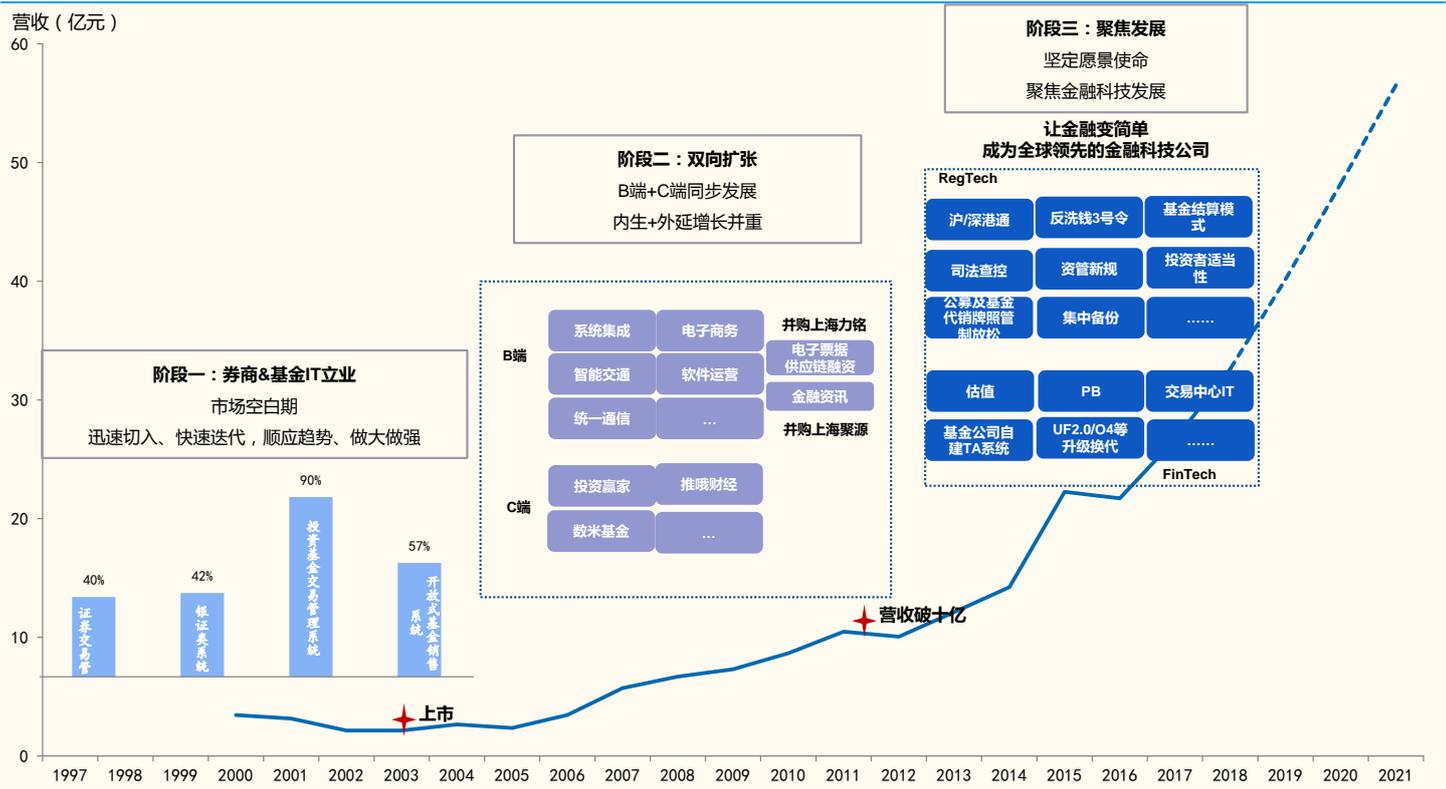
来源：Statista，国金证券研究所

2. 国内金融 IT 龙头，“云+AI”打开新一轮成长空间

2.1 聚焦金融 IT 二十余年，龙头地位稳固、优势明显

恒生电子是国内领先的金融软件产品和服务以及金融数据业务提供商。公司前身恒生软件成立于 1997 年，由证券交易系统起家，历经二十余年发展已成为国内金融 IT 龙头，客户群体覆盖境内绝大部分金融机构，在核心系统领域保持绝对领先地位。2014 年，公司发布云转型战略，是国内最早进军金融云的金融 IT 公司之一，目前云赢、云毅等多家云计算业务子公司已实现或接近实现盈利。

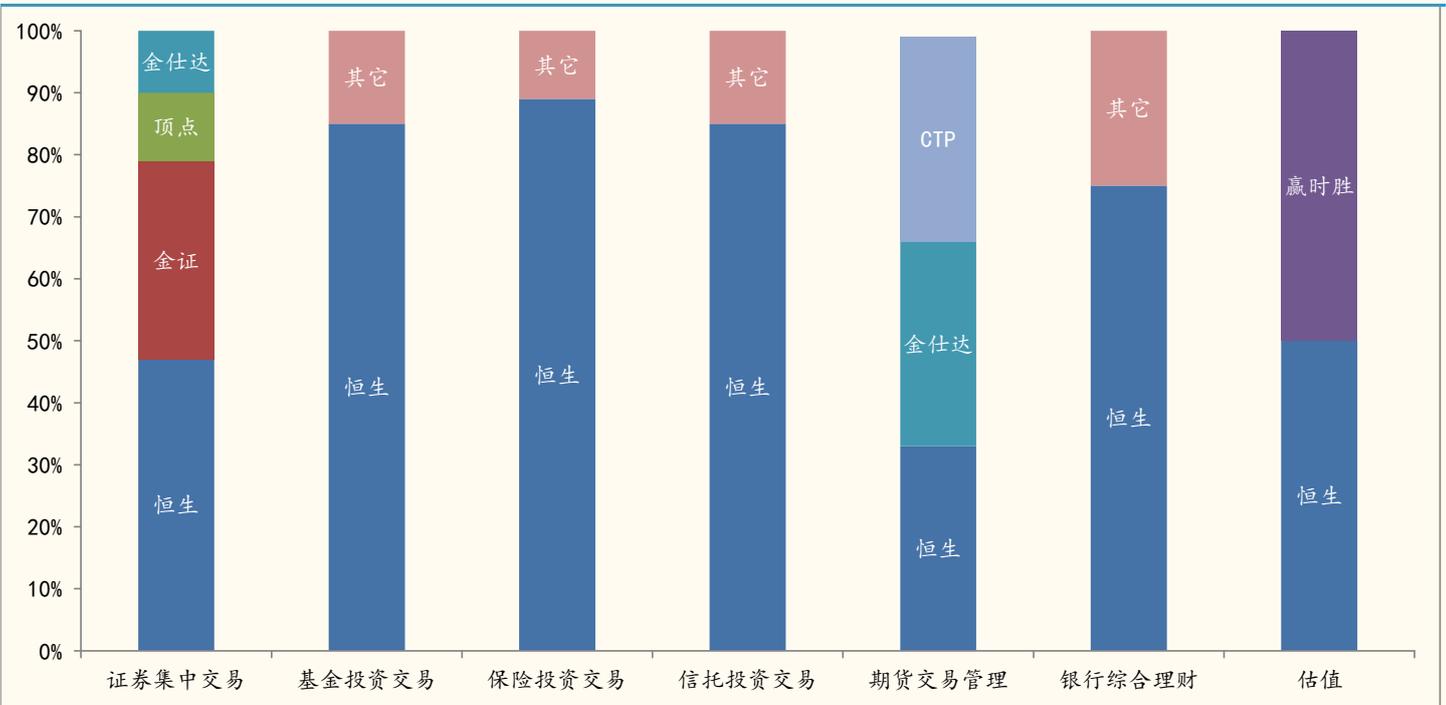
图表 13：恒生电子历史发展沿革：证券 IT 立业、双向扩张、聚焦发展



来源：公司年报，分析师整理，国金证券研究所

业务优势明显，核心产品市场占有率领先。当前公司核心营收来自证券 IT，公司在证券 IT 市场的主要竞争对手为金证股份、顶点软件、赢时胜、金仕达、迅投等，在核心产品的市场占有率上恒生处于绝对领先地位。

图表 14：证券 IT 核心系统市场占有率情况

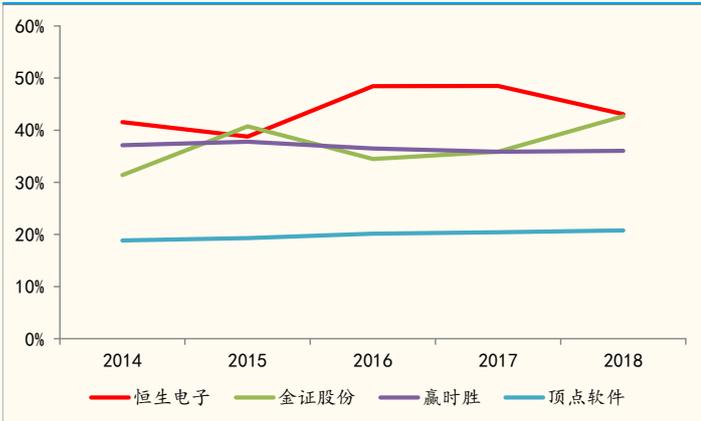


来源：相关公司公告，公开材料，分析师整理，国金证券研究所

高研发投入铸就高壁垒，主要财务指标亮眼。公司始终坚持高研发投入，近十年

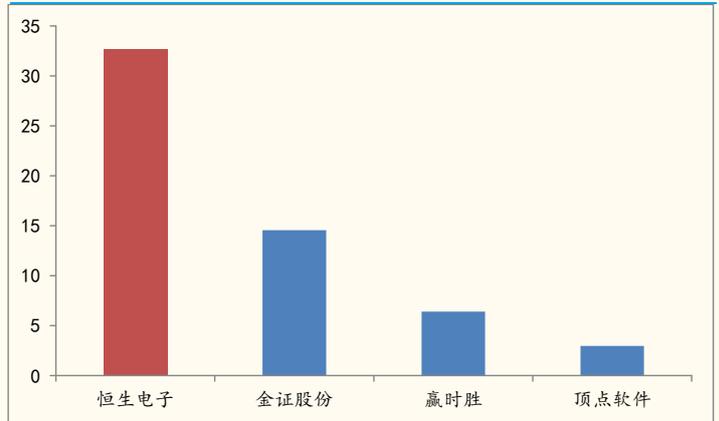
研发支出占比维持在 40% 左右，远高于竞争对手。重视研发投入为公司带来较深的护城河与较强的盈利能力，营收、毛利率、现金流等关键财务指标全面领先。

图表 15：恒生与主要竞争对手研发支出占比对比



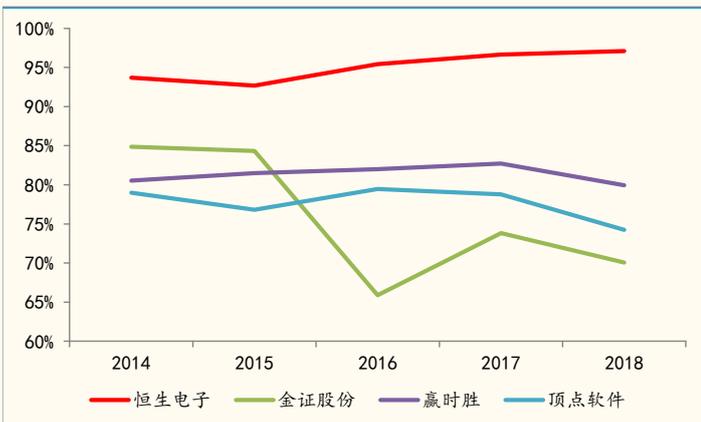
来源：相关公司公告，国金证券研究所（注：金证营收统计排除了非相关收入）

图表 16：2018 年恒生与主要竞争对手营收对比（亿元）



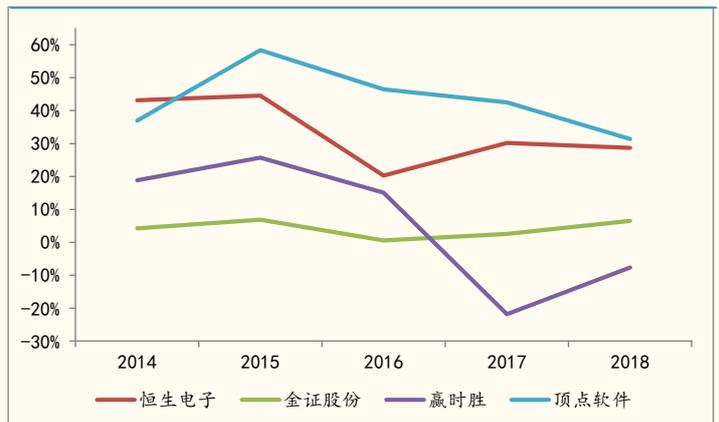
来源：相关公司公告，国金证券研究所（注：金证营收统计排除了非相关收入）

图表 17：恒生与主要竞争对手毛利率对比



来源：相关公司公告，国金证券研究所（注：金证营收统计排除了非相关收入）

图表 18：恒生与主要竞争对手经营性净现金流/营业总收入对比



来源：相关公司公告，国金证券研究所

2.2 从项目公司到产品公司再到平台公司，恒生持续进化

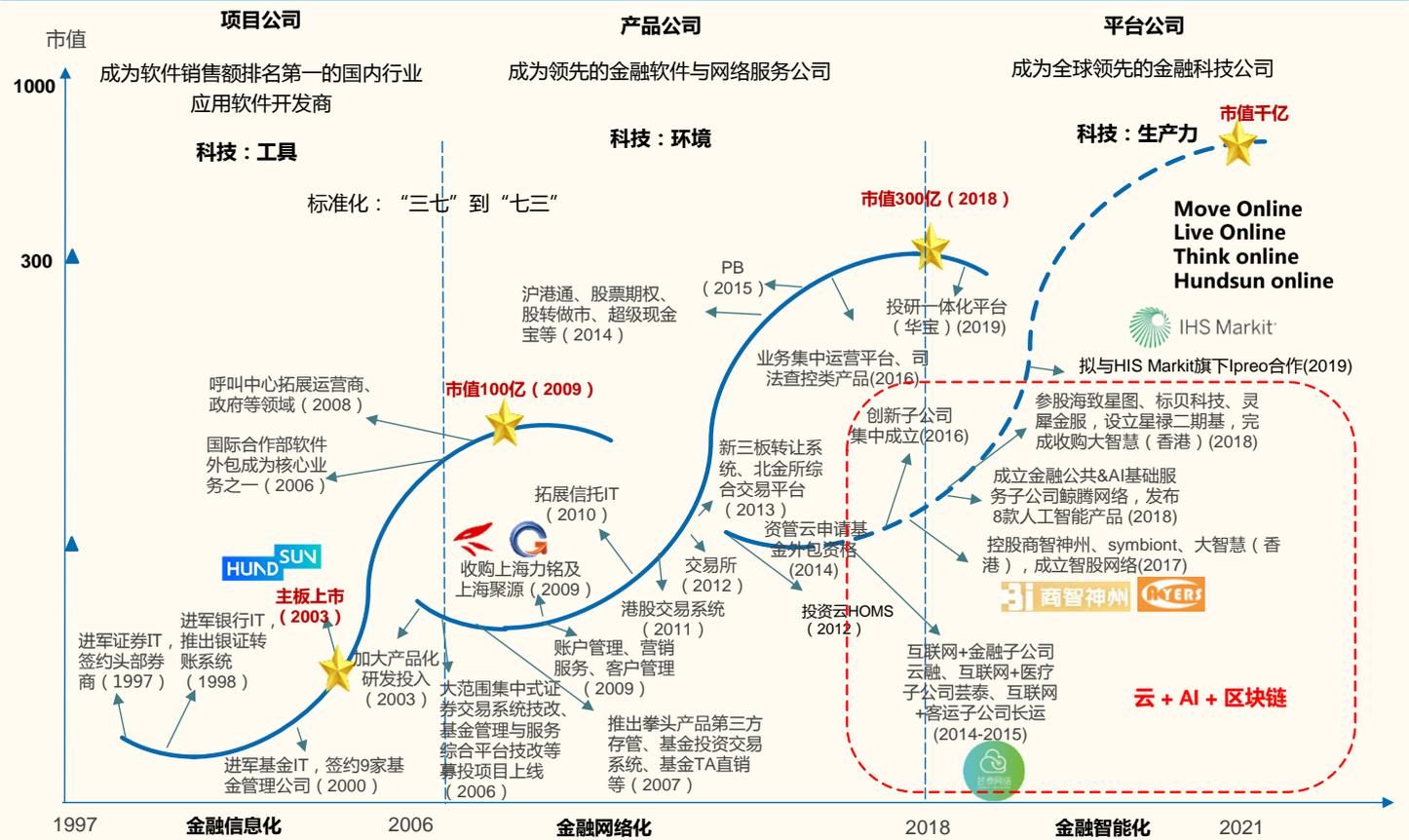
回顾恒生的成长历程，我们认为公司在成长的二十余年里平均每十年实现一次进化：第一次是从项目公司向产品公司的进化，第二次是从产品公司向平台公司的进化。

项目公司阶段，公司通过持续拿下项目迅速做大了客户基数、抢占了国内市场。这一阶段，公司主要受益于金融机构信息化水平的提高，在多个细分领域面临着竞争对手的激烈冲击。2005 年前后，市场竞争加剧叠加股市低迷（金融机构 IT 支出减少），部分竞争对手转向非相关多元化发展，但公司始终聚焦金融 IT，并在此后的十几年时间里延续了这一战略选择，自此开启追赶、反超、领跑的崛起历程。

产品公司阶段，公司的主要战略为通过研发、打磨产品不断扩充产品线、拓展新的业务领域。这一阶段，公司通过前瞻性研发推出更多重量级产品，极大拓展了在证券、基金和银行等原有业务领域的业务范围，同时在互联网金融、信托、交易所等多个新领域取得业务突破。从项目公司到产品公司，恒生将此项目开发和实施的经验进行沉淀，逐渐把共性的技术和知识进行了统一，实现了标准化水平从“三七”到“七三”的飞跃。

平台公司阶段，公司将通过结合云计算和人工智能两大技术趋势向平台公司转型。这一阶段，公司内、外同时推进 Online 战略：内部尝试横向打通各事业部，整合全业务数据；外部成立多家云计算子公司，探索核心业务的云化和智能化。

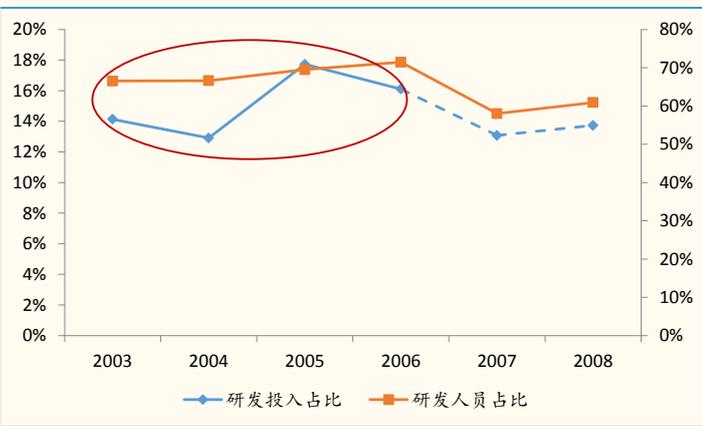
图表 19：恒生电子进化曲线：项目公司到产品公司再到平台公司



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

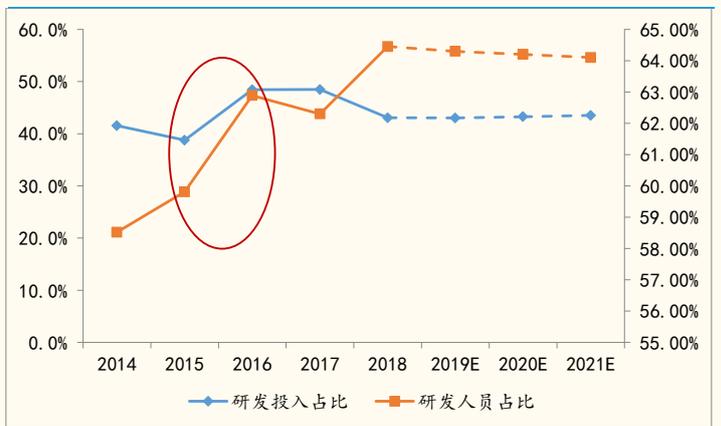
研发支出占比及研发人员占比变化佐证公司战略升级历程。从研发投入占比以及研发人员占比上看，公司自 03 年上市到 06 年研发投入不断加码，研发人员占比由 67% 迅速提高到 71%。此后，公司核心产品逐渐成熟，与 06 年相比研发力度有所减弱但，研发投入占比基本维持在 40-41%，研发人员占比基本维持在 60%-61%。15 年股灾短暂出现了研发投入占比下滑 3 个点的状况之后，16 年以来整个研发力度开始加大，研发投入占比一度达到 48% 以上，研发人员占比提高到 64 以上。我们认为，06 年前后及 16 年前后的研发力度波动充分反映了公司的战略演进过程。

图表 20：恒生 06 年前后研发投入占比及研发人员占比变化



来源：公司公告，国金证券研究所（注：07、08 年为分析师预测）

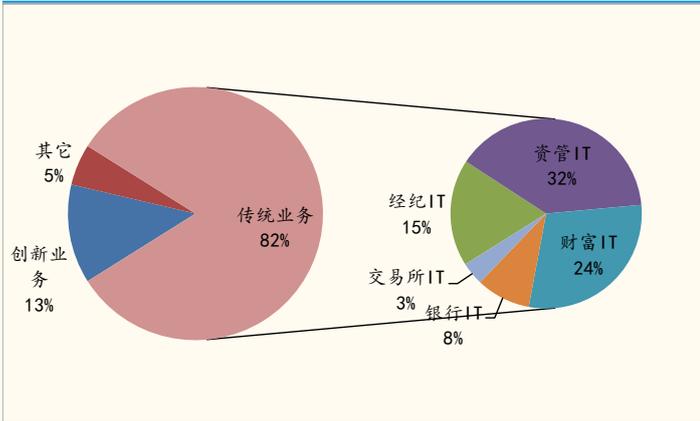
图表 21：恒生 16 年前后研发投入占比及研发人员占比变化



来源：公司公告，国金证券研究所（注：12 年起研发投入计算口径发生变化）

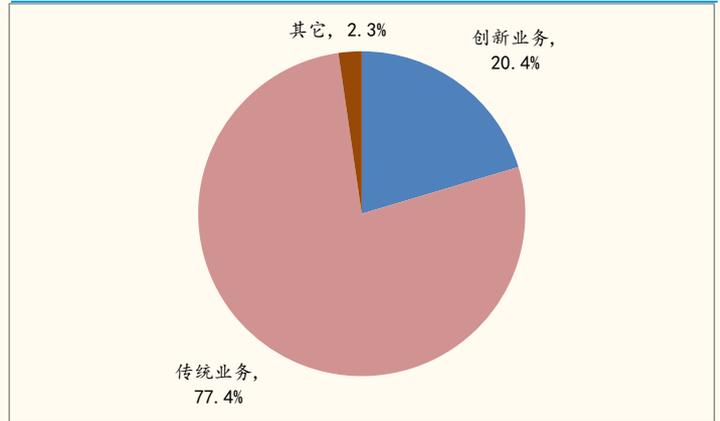
传统业务稳健增长，创新业务表现亮眼。传统业务即向金融机构销售软件，分为经纪 IT 业务、资产管理 IT 业务、财富管理 IT 业务、交易所 IT 业务、银行 IT 业务五大条线，收入的主要来源为软件产品的销售费用及售后每年收取的服务费；创新业务主要通过十余家云计算、人工智能等创新子公司承载，商业模式为向金融客户提供 IT 及托管服务等，收取 IT 管理服务费。2018 年，公司实现营收 32.63 亿元，同比增长 22.4%，其中传统业务约占 82%，创新业务约占 13%。我们预计，2021 年创新业务营收在公司总营收中的占比将达到 20%，此后创新业务将成为公司增长的主要驱动力之一。

图表 22：恒生收入结构拆分 (2018 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：恒生 2020 年收入结构预测

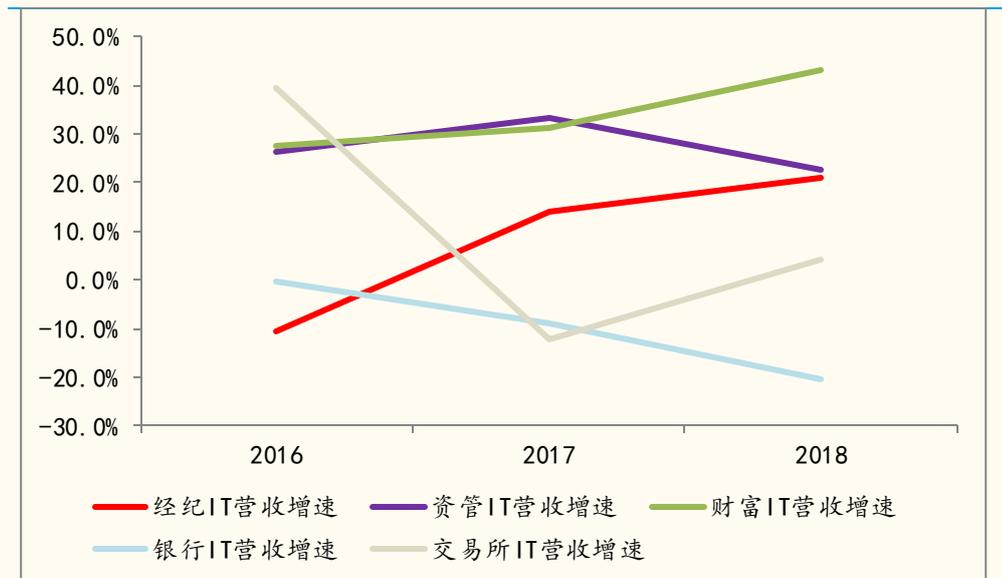


来源：分析师预测，国金证券研究所

2.3 紧跟政策趋势，充分受益 RegTech 发展

受益监管政策边际变化，传统业务持续做大做强。过去三年，公司传统业务营收 CAGR 达 17.3%，去年实现营收 26.8 亿元，仍是公司的主要收入来源。同期，证券市场整体低迷，公司主要客户群体之一的券商营收 CAGR 为 -22.6%，但监管政策持续出现重大变化，从而给公司传统业务带来增量空间。2016 年，金融行业进入监管合规元年，监管机构相继出台证券公司风险控制指标管理办法、投资者适当性管理办法、公募基金采用证券公司结算模式等政策，导致券商的经纪业务模式发生重大变化，从而使得公司的经纪 IT 业务取得逆势发展；同时，资管新规、关于证券投资基金估值业务的指导意见、反洗钱等政策对金融机构的资管、理财等业务提出了明确的风险管控和产品估值要求，从而使得公司的资产管理 IT 业务和财富管理 IT 业务快速发展，成为公司营收增长的主要驱动力。

图表 24：恒生传统业务近三年增长情况：资管 IT 业务和财富 IT 业务是主要增长来源



来源：公司年报，国金证券研究所

行业理解深刻、研发实力强劲，未来仍将充分受益监管科技发展。监管范围和功能扩展使得金融机构对合规风控的需求增加，从而要求金融 IT 企业能够提供更加及时的业务系统改造和升级。公司对监管政策的响应始终走在行业前列，能够顺应监管要求快速推出相关产品满足客户需要。例如，公司于 2018 年中作为业内首家推出机构柜台系统，为客户提供了全业务、全流程的整体解决方案，满足监管机构 17 年 11 月由发布的《公募基金采用证券公司结算模式试点总体方案》以及 18 年 4 月发布的《关于重点账户监控通知》，迅速获得 17 家券商签约。依托深刻的行业理解以及强大的研发实力，我们认为公司在监管科技发展中受益最为确定。我们测算，未来三年“资管新规”、科创板、沪伦通、CDR 等金融政策的落地实施将为公司带来近 29 亿增量收入。

2.4 龙头转型优势明显，创新业务布局深化

2.4.1 依托行业龙头地位，云和 AI 转型具备天然优势

强客户黏性是公司转型重要基石。金融 IT 行业专业性壁垒高，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 公司尤其是龙头公司的客户黏性极强，而强黏性意味着公司有更大的可能性把新产品/服务推广到客户中去。参考用友、广联达等公司的 SaaS 转型历程，我们认为强客户黏性对恒生的转型而言至关重要。

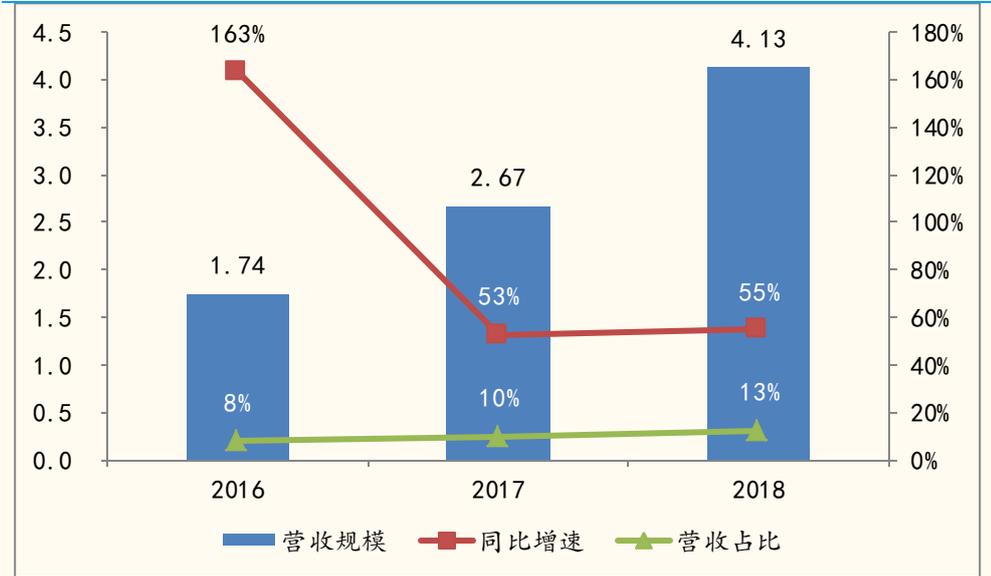
技术、数据、场景三重优势助力公司转型。技术上，经过多年发展，公司已建立起研究院、研发中心、业务研发组三级研发架构：研究院聚集了众多行业专家和前沿技术专家，对云计算和 AI 的研究走在业界前沿；研发中心和业务研发组聚集了公司的技术精英，在技术的转化和落地上具有丰富的经验。数据上，子公司恒生聚源在行情和资讯上具有大量的历史积累，成为公司开发 iBrain 人工智能基础平台的重要基础。场景上，作为中国金融行业全领域的 IT 供应商，公司产品线广泛，深入金融各个领域，有助于公司迅速找到最佳应用方向。

云和 AI 只是技术手段，竞争的核心是对行业的理解。借助金融云和金融 AI 的发展，不少初创企业、科技巨头涌入金融科技行业，市场担忧新进入者的加入会改变行业格局。我们认为，云、AI 都只是提供产品/服务的技术手段之一，本身并不直接决定金融科技企业的实力，企业之间竞争的核心是对行业的理解。公司深耕金融 IT 行业二十多年，在金融机构的经纪业务、资管业务、财富业务等方面积累了大量的与客户痛点、政策趋势、项目实施（如接口对接）等相关的 Know How，短期内不但新进入者难以构成威胁，存量的竞争者也难以撼动公司龙头地位，因此公司在拓展云和 AI 业务时具备天然优势。

2.4.2 创新业务快速成长，云和 AI 布局持续深化

近三年，公司核心创新业务子公司实现营收 CAGR 80%以上的高速增长，已逐渐成为公司未来快速成长的新动能。

图表 25：恒生核心创新子公司营收规模、同比增速及占总营收的比重



来源：公司公告，国金证券研究所

云计算领域，PaaS、SaaS 布局双管齐下。

PaaS 层，公司推出了 ARES Cloud PaaS 平台，以提供敏捷 (Agile)、复用 (Reuse)、扩展 (Extends)、安全 (Security) 的金融行业私有云解决方案为目的，屏蔽底层不同云平台实现，提供金融业务创新实现、集成、发布、运维的一站式解决方案。

图表 26：恒生 ARES Cloud PaaS 平台



来源：公司官方微信，国金证券研究所

SaaS 层，公司自 2014 年提出“七彩祥云”的云转型战略以来，相继成立或投资多家基于云的创新业务子公司。这些 SaaS 子公司的业务范围大致分两种：一种是传统业务的云端延伸，如子公司云连网络提供银行一站式财富管理整体解决方案，可视为传统财富管理 IT 业务的线上拷贝，客户以中小商业银行为主，如贵阳银行、青岛银行等；另一种是面向新业务领域或者结合 AI 技术的创新业务，如子公司云纪网络推出了面向社交金融领域的 iFS 投顾社交平台，功能包括开

户引流、交易转化等，已经跟东北证券、太平洋证券、西南证券等多家证券公司取得合作。

AI 领域，依托 iBrain 推出多款人工智能产品。iBrain 致力于提供搭建金融行业 AI 应用的基础组件，是公司“Think Online”战略的重要组成部分，也是公司开发人工智能应用的基础架构。依托该架构，公司发布了多款人工智能产品，仅去年就推出智能理财师、智能资产配置等 8 款新产品，在智能投顾、智能资讯等领域已有诸多落地案例，例如子公司云纪网络的 iSee（明白）机器人投顾跟中银国际、中原证券、国盛证券等取得合作，智能风控、智能投研等新领域的产品研发、落地也在推进过程中。此外，公司还通过外延方式拓展 AI 布局，例如 2017 年投资了以智能投顾产品研发见长的商智神州，2018 年投资了语音合成领域的初创公司标贝科技。

2.5 内部管理提升，盈利能力显著改善

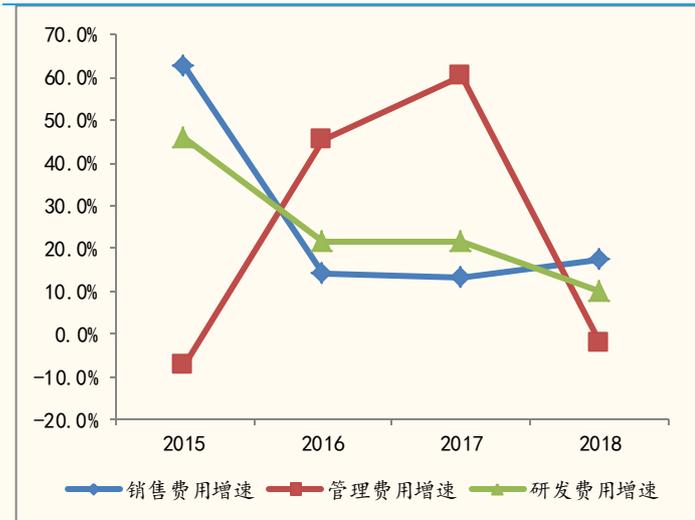
为提高公司经营决策管理效率，公司于去年实行了部门领导层轮岗换岗制度，同时对公司内部组织架构进行了调整，合并了某些效益不高的 BU、产品树，并对人员配置进行了优化。

提升管理水平是恒生持续十余年高速狂奔之后的必然选择。公司自上市以来，营收和净利润均实现 15 倍以上的增长，但同时员工数由上市之初的 681 人提升至 18 年底的 7,122 人，业务条线数和子公司数也大幅增加，公司整体管理难度不断加大。尤其是 2015 年以来，行业进入创新周期，新技术和新客户需求涌现，技术面临升级，公司作为行业龙头人员增速相对较快，资源利用效率有所下降。此外，公司还曾多次因风控管控不善催生重大管理问题，例如，2015 年子公司恒生网络因 HOMS 系统违规配资被处罚近 4 亿元导致公司当年净利润下降 95% 以上，去年上半年又出现个别高管严重渎职并涉嫌犯罪的重大事件，导致对内业务运作受到影响，对外公司形象受到损害。因此，我们认为内部管理优化是公司阶段性的必然选择。

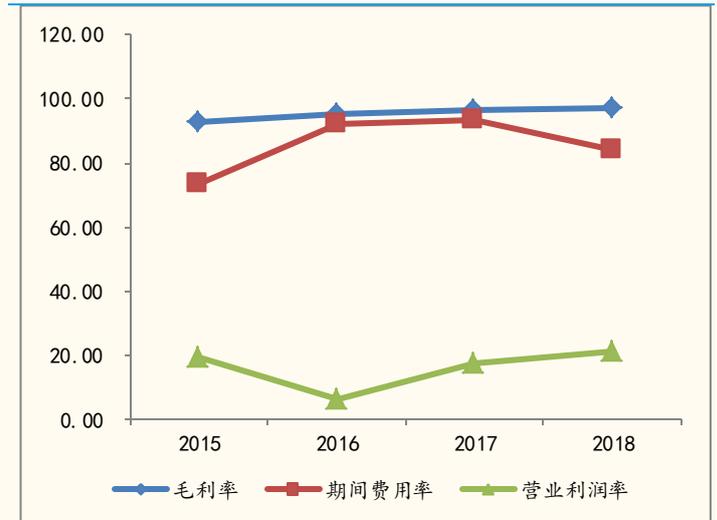
18 年管理效率提升超预期，费用控制效果明显。去年全年公司营收同增 22% 以上，但期间费用同增仅 10%，其中：管理费用同降 1.9%，主要是股份支付费用减少所致；研发费用虽然维持增长但增速下降，由 17 年的 23% 下降至 9.8%。费用端的增速远低于收入增速，在毛利率基本维持稳定的情况下，费用控制带动营业利润率大幅上升。

预计费控仍将持续，未来利润增速将高于营收增速。从业务开展角度看，当前资本市场对金融科技的需求进入新的阶段，金融科技本身也面临技术升级的状况，因此市场存在一定不确定性。在这种情况下，我们预计公司的费用控制仍将加强，未来 2-3 年持续地内部管理优化是大概率事件。另外，参照国外公司发展经验，FIS 等巨头在发展达到一定规模之后均致力于通过内部优化获得超越行业的平均回报，因此我们认为提升内部管理水平也是公司走向下一个阶段的必然选择。

图表 27：2018 年恒生管理费用、研发费用增速显著下降



图表 28：2018 年恒生费控效果明显带动营业利润率上升



来源：公司公告，国金证券研究所（注：财务费用占比极小因而剔除其影响）

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 巨头 FIS 崛起启示：产品力、运营力、生态力是金融 IT 企业核心能力

FIS 是全球最大的金融 IT 解决方案提供商，18 年营收 84 亿美元，EBITDA 30 亿美元，当前市值近 360 亿美元，产品覆盖银行、证券、基金、交易所等主要金融领域，拥有超过 5.3 万名员工，为全球 2 万多家金融机构提软件、外包等各类解决方案。

3.1 FIS 成长之路：客户导向、长线战略、立体扩张

公司前身 Systematics 成立于 1968 年，以为中小零售和机构银行开发数据处理软件为主，此后不断扩充银行 IT 产品线，逐渐成长为领先的银行核心业务系统解决方案提供商。03 年被保险巨头富达国际金融（Fidelity National Financial, FNF）收购并更名为 FIS，此后开启并购整合之路：一方面通过整合竞争对手扩大市占率，如 04 年通过收购 Kordoba 切入德国银行核心处理及外包解决方案市场；另一方面通过收购其他领域公司获得高粘性客户、扩充产品线，如 15 年收购 Sungard 切入证券 IT。发展至今，公司已可以提供零售及机构银行、支付、资产和财富管理、风险合规、交易处理、记录保存、交易所、托管等业务的整套软件、服务和外包解决方案。

FIS 五十余年的发展历程基本上就是美国金融 IT 行业发展的缩影。我们把公司的战略演进归纳为三个阶段：

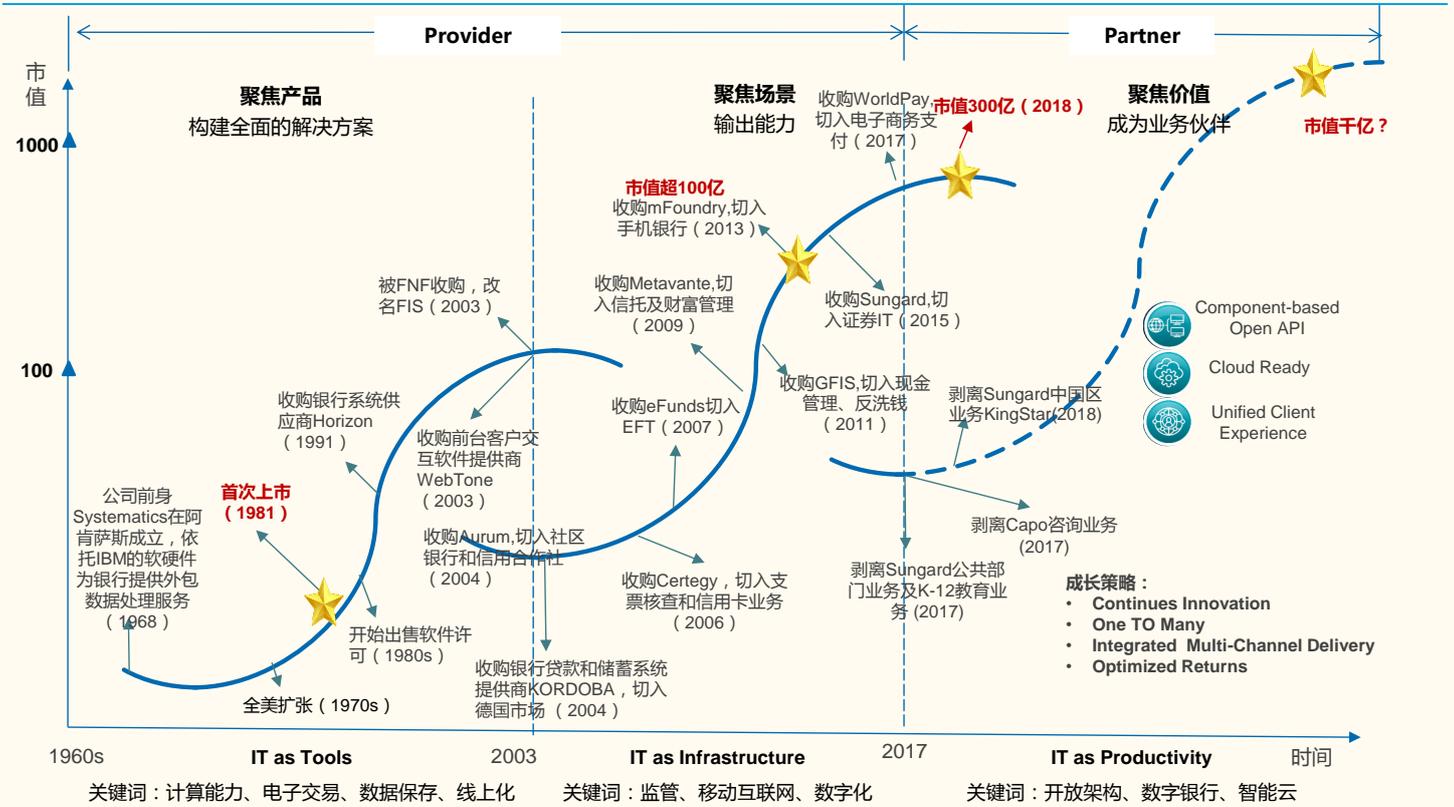
第一个阶段，聚焦产品（1968-2003），公司完成从项目制到产品制再到解决方案的商业模式转变，至 03 年被 FNF 收购时已经是全美最大的金融 IT 解决方案提供商之一，其贷款处理解决方案在全美前 50 银行中的市占率高达 96%，处理了美国近 50% 的住房按揭贷款业务。在此期间，公司以内生为主，进入 90 年代后尝试外延发展但基本局限于银行核心业务系统领域，致力于强化自身的服务能力、交付全面的银行 IT 解决方案，提高核心业务市占率。

第二个阶段，聚焦场景（2003-2015），公司调整战略，将外延提高到与内生同等重要的地位，通过一系列并购整合切入不同场景，例如 07 年收购 eFunds 切入电子资金转账（EFT）、预付卡处理等新业务场景，15 年通过收购 Sungard 进入资本市场 IT 等。这一阶段公司对金融 IT 的理解更加成熟，对技术的认知从业务处理工具升级为业务环境基础设施，从而使得公司转向将原业务领域沉淀的核心能力向其他场景输出并迅速做大规模。

第三个阶段，聚焦价值（2015 至今），公司已经占据了主要的金融场景并跟客户形成了高粘性的业务合作关系。作为技术领域最懂金融业务、金融业务领域

最懂技术的公司，FIS 事实上已经成为客户的业务合作伙伴，通过提供更加成熟、集成的解决方案并通过探索新技术的应用提升客户业务效率，伴随客户走向成功。

图表 29：FIS: From Provider to Partner

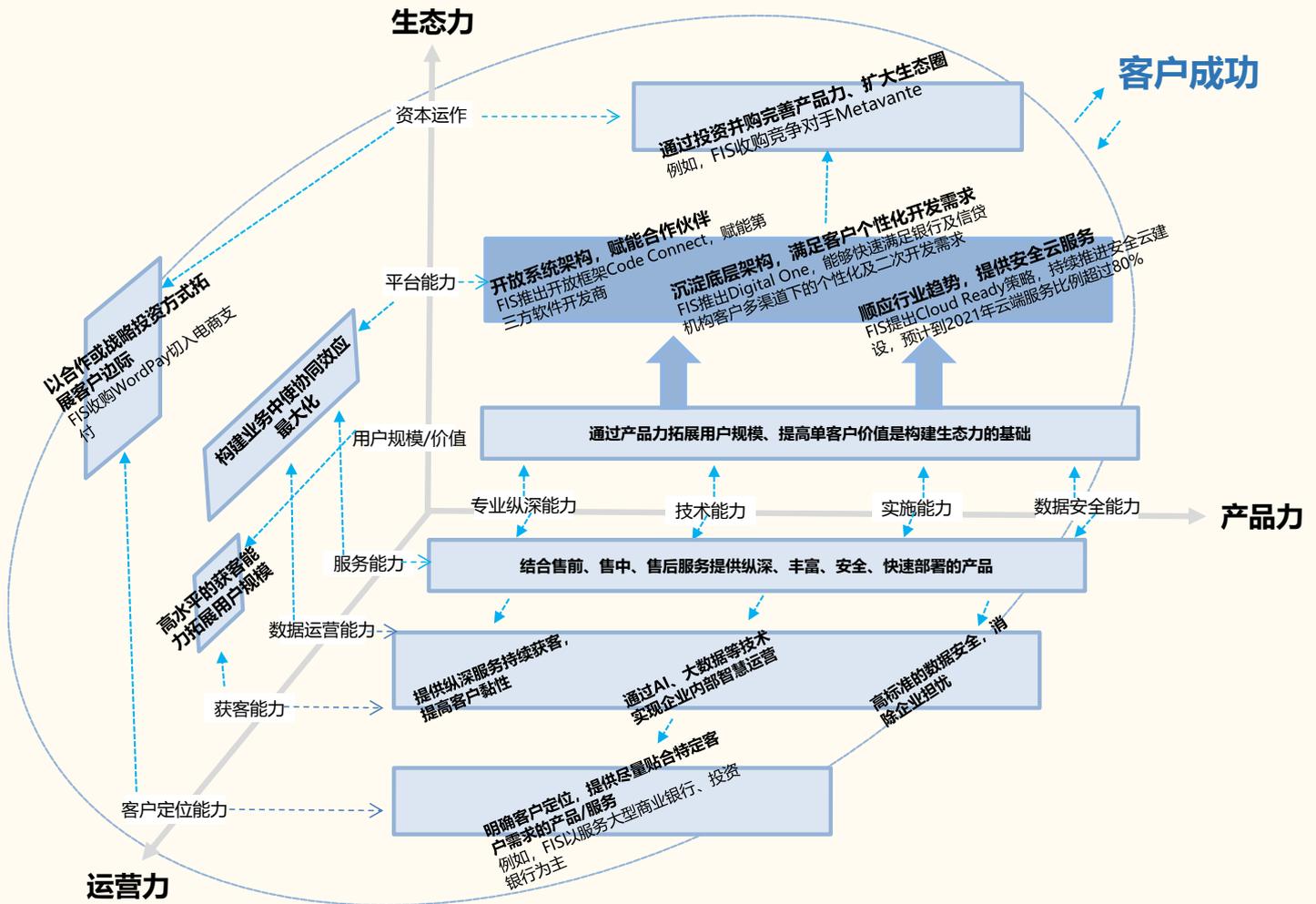


来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所（注：纵轴单位 亿美元）

3.2“三力”决定金融 IT 企业成长速度与未来高度

基于上述认识，我们构建了金融 IT 企业的三力模型，以更加清楚地展现金融 IT 行业竞争中企业需要具备的各种能力。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。需要注意的是上述每一种能力都不是孤立的，彼此之间协同互补，不同能力的组合间产生巨大的合力才是企业在竞争中制胜的本质。

图表 30：金融 IT 企业竞争三力模型



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

3.2.1 产品力是金融 IT 企业立身的基石

我们认为，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。

- 1) **行业纵深能力**：金融机构对价格相对不敏感，更关注产品是否能帮助其解决问题、提升业务效率，这就需要金融 IT 企业要通过一个核心抓手去纵向和横向扩展能力边界。金融 IT 企业的核心抓手就是其核心产品，一般而言核心产品所处理的业务对金融机构来说越重要就意味着客户黏性越高及议价能力越强。以核心产品为起点，纵向看，需要金融 IT 企业对金融业务具有足够深的把握，提供全业务视角的系统架构设计和建设的端到端解决方案，避免客户在不同的业务环节上采用不同供应商的系统而产生的数据对接不通畅、系统故障难以定位等诸多问题，提升业务运行效率；横向看，需要覆盖足够广的业务条线，既能打通系统壁垒和数据壁垒为客户提供更全面的业务把控，也能尽可能满足客户个性化的需求。巨头 FIS 的核心优势之一即在于拥有丰富的产品线，使其可以为用户提供打包定制或者集成式的服务以满足客户各种各样的业务需求。
- 2) **技术能力**：我们认为，金融 IT 企业的技术能力包括云、微服务、AI、大数据等。对金融行业而言，未来信息科技不再是单纯的业务工具或者业务环境，而是一种重要的生产力，体现在能否实现敏捷开发和快速部署上线、是否具有大数据分析能力以及人工智能能力，因此，金融 IT 企业需要具备极强的技术能力。

- 3) **实施能力**：将行业需求翻译为解决方案并进行产品落地的能力，实施速度及效果决定了用户体验。
- 4) **数据安全能力**：对金融机构来说，保证数据安全是最重要的底线。能够提供全面数据安全保障的厂商具备更强的竞争力。

3.2.2 运营力是金融 IT 企业发展的保障

我们认为，运营力是金融 IT 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。

- 1) **客户定位能力**：金融机构规模不一、类型众多，不同规模、类型的企业需求不同，清晰的客户定位能够让金融 IT 企业更有针对性地满足客户的个性化需求。
- 2) **获客能力**：金融 IT 行业的获客能力除了受产品力影响外，还包括公司对销售渠道的投入力度、销售模式的选择等。
- 3) **服务能力**：售前、售后响应客户需求的能力，包括培训部署、咨询服务、系统维护等能力。越是核心业务，客户对金融 IT 企业的服务能力要求就越高，我们认为这是本土企业相比海外企业而言具有的重要优势之一。
- 4) **数据运营能力**：企业通过新兴技术实现自身的智慧运营，同时向合作伙伴客户进行赋能。

3.2.3 生态力是金融 IT 企业最终发展方向

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) **用户规模/价值**：通过产品力及运营力拓展用户规模、提升单客户价值是金融 IT 企业构建生态的基础。只有积累庞大的客户群体才能在转型平台企业时吸引足够多的生态伙伴，从而形成完整的生态圈。此外，只有提升客户生命周期价值才能维持自身营收及经营现金流的稳定，实现投入-产出-扩大投入-更大产出的正循环。
- 2) **平台能力**：通过构建业务中台、技术中台、数据中台向生态伙伴以及客户赋能的能力。例如，FIS 于 2017 年推出 Code Connect 平台，通过开放 API、整合资源对接客户需求和第三方开发者，朝赋能者演进。
- 3) **资本运作能力**：资本运作是快速获取新技术、拓宽产品条线、积累新业务资源的高效手段，国内外主要金融 IT 龙头企业均具有强大的资本运作能力，外延并购已经成为 FIS 的主要成长策略。

3.3 对标巨头，场景化、生态化是恒生长期发展核心命题

我们认为，金融 IT 公司的生态价值是其产品力、运营力和生态力的函数。通过将三力量化，我们认为影响金融 IT 公司生态价值的主要是客户数、场景数、产品使用频率、大数据挖掘程度、单客户价值、平台用户数及资本杠杆七大因素，其中：客户数由产品力、运营力综合决定，初期主要看产品力，中期需要运营力协同；场景数取决于产品的广度，主要由产品力决定；产品使用频率取决于产品的重要程度，也主要由产品力决定；大数据挖掘程度主要由运营力决定；单客户价值主要由产品力决定；平台用户数以及资本杠杆主要由生态力决定。

基于上述公式，我们对恒生和 FIS 进行了对比：

- 1) **客户数**：FIS 在全球 130+个国家拥有 20000+机构客户，而恒生当前业务以中国大陆为主（少量香港），我们测算核心客户数为 655 家。
- 2) **场景数**：FIS 产品和服务覆盖银行、企业、保险、三方支付公司、投资管理公司、经纪业务公司等主要金融机构的数百个业务场景；恒生当前主要覆盖券商、公募基金、期货、信托、保险、银行、私募基金的数十个业务场景。

- 3) **产品使用频率**：FIS 与恒生均以提供金融核心业务系统为主，因此重叠产品使用频率可认为一致。
- 4) **大数据挖掘程度**：我们认为，当前不管是 FIS 还是恒生电子均不具备直接操作客户业务数据的权限，因此两者对客户业务数据的挖掘程度尚不存在差异。
- 5) **单客户价值**：按照 2 万个客户测算，FIS 的单客户价值为 270 万元/年左右；按照 655 家核心客户计算，恒生单客户价值为 500 万左右。需要注意的是，FIS 的核心客户也是以大型金融机构为主，因此上面按照总共 2 万个客户测算实际上低估了其单客户价值，但整体上我们认为恒生具有更高的单客户价值。
- 6) **平台用户数**：目前两者都在致力于构建自己的技术中台和数据中台，例如 FIS 推出了 Code Connect，恒生推出了 JRES、GTN 等。截至 2017 年 6 月，GTN 上已累积开发者超 3000 万名，当前已服务超 1000 个金融机构。
- 7) **资本杠杆**：通过资本运作进行外延并购已经成为 FIS 的主要成长策略之一，根据公司公告目前已完成 30+起收购；恒生已完成 4 起重大的投资并购，分别为收购上海立铭、上海聚源、大智慧以及控股商智神州。

图表 31：恒生与 FIS 生态价值对比

金融科技生态价值=f(产品力, 运营力, 生态力)				
能力	因素	FIS	恒生	备注
产品力 运营力	客户数	20000+	650+	FIS 的核心客户为大型金融机构 20000+为总客户数
	场景数	数百	数十	非严格对比 仅在双方披露的产品基础上推测
	产品使用频率	两者均以核心系统为主，可认为一致		在对比产品属性不同的金融 IT 公司时 作用更大
	大数据挖掘程度	均尚不具备直接操作客户业务数据的权限		在未来 SaaS 场景下将产生更大价值
	单客户价值	270 万/年	500 万/年	根据 2018 年数据测算
生态力	平台用户数	暂无	30000+累计开发者 1000+机构客户	
	资本杠杆	30+起收购 14起重大并购	4起收购	非控股型投资并未统计

来源：公司公告，分析整理及预测，国金证券研究所

综上，恒生跟 FIS 相比在诸多关键指标上处于落后状态，其中主要的差异来源为客户数量差异、场景数量差异以及资本杠杆差异。

我们认为，短期看，通过提升产品力、运营力提升客户基数以及场景基数将是恒生的主要发展策略，但是长期看，企业纯粹依赖自身力量积累竞争优势是一个慢变量，而借助生态伙伴的力量成长是后发型企业实现弯道超车的高效途径。因此，我们认为，通过强化自身的平台属性以吸引合作伙伴、利用资本力量进行战略扩张从而实现场景化、生态化的发展是恒生未来长期发展的核心命题。

4. 一纵一横一圈，生态化扩张之路开启

4.1 一纵：深耕金融 IT 发育专业纵深能力，打通行业提供端到端、场景化解决方案

架构调整、战略明确，提炼专业能力构建业务中台。公司在原来以 BU 为单位的机制上，通过内部组织架构调整以及设立专门的解决方案小组等方式，有意识地将内部资源进行整合。2018 年，公司提出了“公司提出 Online”战略，通过整合解决方案业务体系，形成大财富、大资管、大平台、新经纪、新财资、新市场的业务架构，各业务部门平台研发携手打造金融行业业务中台，致力于为客户的金融业务赋能。

从输出产品到输出顶层规划，贯通行业提供全流程服务。2019 年 2 月 20 日，公司跟华宝基金就建设投研一体化平台项目达成战略合作伙伴关系。公司将为华宝基金打造数据驱动的新一代核心投资管理平台，集风险分析、投资组合管理、交易以及操作工具于一体，涵盖全资产类别、全流程，能够辅助基金经理

进行投资决策并有效地管理风险、实现高效交易，从而提高后者数字化投资能力。我们注意到华宝并非首次跟公司进行合作，事实上其投资管理、TA等核心系统皆使用恒生的产品。我们认为，此次战略合作不再是以以往针对业务的解决方案甚至单点产品的升级，而是针对流程的重构和顶层规划，表明公司的业务中台已获得客户初步认可。考虑到国内基金公司以往割裂的架构设计及系统建设，不同平台之间的衔接依赖大量的人工作业，数据结构异构使得整个公司的数据难以拉通，导致联合风控无法实现、投资效率难以提高，我们认为未来类似的战略合作将成为常态，恒生的业务中台输出具备巨大潜力。

4.2 一横：沉淀行业知识构建大中台，从支撑需求到支撑业务布局

公司 2017 年首次提出“技术中台”概念，去年将技术平台的输出提升到公司战略高度，至今逐渐形成了 ARES Cloud 基础技术平台、JRES3.0 技术开发平台、iBrain 数据中台和 LIGHT 终端平台综合发展的“大中台”格局。

由内而外发展，从提升内部效率到对外能力输出。公司的中台发展具备典型的由支撑内部需求到对外进行输出的特点。2008 年，公司成立研发中心，开始探索将此前的技术知识和经验进行沉淀，推出了自用的企业级 Java 应用开发套件 JRES1.0；2011-2013 年，加大研发投入，13 年推出 JRES2.0；2014 年，首次明确对外输出能力的意愿，成功构建并尝试推广由“投资云”、“资管云”等组成的互联互通金融生态环境；2015 年，提出运作“资管技术平台”、“经纪技术平台”、“财富管理技术平台”三大技术平台战略；2016 年公司将研发重点放在了 ARES Cloud 的实现上，并在首届恒生技术开放日发布了面向金融领域的移动应用平台 LIGHT；2017 年通过打造自有微服务开发平台 JRES 进一步拓展了公司的技术平台；2018 年正式发布 JRES3.0，支撑公司产品向互联网微服务架构升级。

图表 32：恒生电子技术中台发展路径



来源：公司公告，国金证券研究所

JRES 技术平台：金融行业开放的“技术超市”。JRES 是 ARES 技术平台的核心组成部分，为面向金融领域的企业级应用快速开发平台，通过一体化、图形化的平台组件为用户提供从设计、开发、调试、部署到运维全生命周期的支撑，满足金融机构的个性化开发需求，是对公司产品化解决方案或者 SaaS 服务的重要补充。

图表 33：恒生 JRES 是 ARES 技术平台核心组成部分



来源：公司官方微信，国金证券研究所

基于 JRES3.0，子公司鲸腾网络推出了能够进一步满足金融机构个性化需求、提供金融产品、解决方案以及金融基础服务等“半成品”、“成品”的恒生 GTN 平台，通过资源共享连接个性化定制的需求方和开发者，聚合 A（人工智能）、B（区块链）、C（云端服务）、D（大数据）、G（全球交易网络）等技术以及创新金融场景、金融渠道，实现线上输出行业应用服务，目前已对外提供 300 多项金融组件、服务于 1000 多家金融机构，并可对接全球交易所。

iBrain 数据平台：人工智能应用开发基础平台。2018 年公司推出 iBrain 恒生大脑规划，致力于提供搭建金融行业 AI 应用需要统一建设的、公共数据的部分，帮助金融机构解决专业化、集约化的问题，同时也为金融机构提供建设 AI 平台的整体解决方案。iBrain 最底层技术为金融大数据及知识图谱工程，首先通过金融数据的收集和整理，然后在数据之上构建各个场景之间关系的知识图谱，进而发现新的业务。iBrain 分为左脑、数据、右脑三个部分，其中数据为左右脑的支撑，知识图谱工程为数据的精加工。

图表 34：恒生电子 iBrain 架构示意



来源：公司官方微信，国金证券研究所

依托恒生聚源在行情、资讯上的数据积累以及公司在人工智能人才、技术上的储备和金融业务场景覆盖优势，iBrain 已有多案例落地，例如：出现在央视财经频道《交易时间》栏目中的智能投资助手晓鲸，其底层核心技术包括进行语义分析、理解投资者问题的 iBrain NLP 服务以及进行智能投资决策的 iBrain 指标数据服务；AlphaMind，基于 iBrain 的集海量量化因子、向导式选股工具、高性能交易为一体的 alpha 策略交易全流程的平台，提供一体式 alpha 策略交易及数据服务，应用场景包括量化投研、量化交易、策略投顾支持等。

Light APP 平台：金融移动应用开发平台。Light 旨在降低 H5、APP 的开发门槛、运维成本，提升移动应用产品的持续交付能力，此前作为公司内部的移动

研发 PaaS 技术中台，同时支撑各个产品 BU 及子公司的众多移动产品研发、交付，节省了研发成本、提升了交付效率。Light 采用组件化、微服务的核心架构设计，集成和封装了交易、行情、资讯、财富管理、支付、账户等核心服务组件，可以为金融机构 APP 开发、交付、迭代提供强有力的技术支持。目前已有近百家金融机构使用了公司的 Light 服务。

我们认为，公司在金融 IT 行业有着深厚的技术积累，建设技术平台、数据平台具有天然优势。随着平台化技术能力的输出，公司的技术服务交付形态将会发生重大变化，公司跟金融机构之间的连接将更加紧密，将实现从产品供应商到业务合作伙伴的完美升级。

4.3 一圈：协同合作伙伴开启生态扩张之路

4.3.1 战略投资完善金融科技布局

近三年，公司相继发起设立了星禄一期、星禄二期投资基金，并与中金联合成立了金融科技产业基金，持续推进金融科技生态圈布局。公司主要着眼补充技术能力、补充产品线和战略协同三个方面，相继战略投资了商智神州、symbiont、标贝科技等公司，为日后公司发展新技术、进军新方向、扩大领先优势提前进行资源储备。

图表 35：近三年恒生对外重要投资/收购梳理

时间	投资/收购标的	业务方向
2017	大智慧（香港）	香港中小券商交易系统
	Symbiont	区块链（募股权市场和企业债券市场智能合约）
	商智神州	智能投顾产品
	乐百分	消费金融
	三角兽	AI 语义
2018	海致星图	银行数据知识图谱
	标贝科技	语音合成
	灵犀金服	保险科技
	丹渥智能	金融 AI 知识产品与服务
	米筐科技	量化交易解决方案
	bthub	区块链（数字资产流动性提供商）
	PingPong 金融	跨境收款

来源：公司公告，创业邦，国金证券研究所

4.3.2 背靠蚂蚁金服扩大生态版图

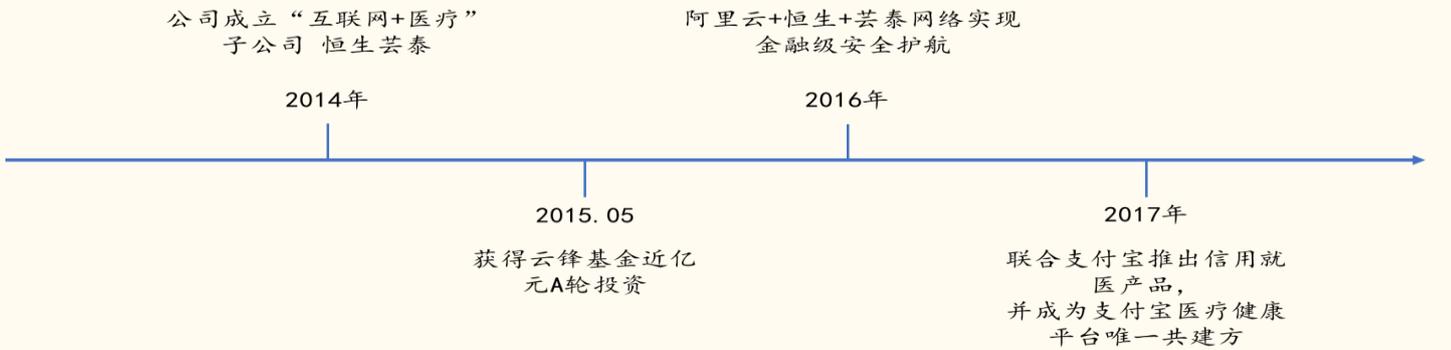
公司作为金融 IT 市场龙头企业，优势在 B 端金融机构，致力于使用金融科技服务 B 端机构然后触及 C 端客户；蚂蚁金服的优势在 C 端终端客户，通过底层技术优势以及 C 端大数据能力推进 B 端机构发展。我们认为公司与蚂蚁金服存在极强的互补性，未来恒生的 2B 业务和蚂蚁金服的 2C 业务会构成一个生态闭环，从而最大化双方合作的价值。当前，无论是在传统金融 IT 行业还是在其它行业，公司与以蚂蚁金服为代表的阿里系均有密切合作。

战略跟随蚂蚁金服，延伸金融 IT 生态版图。2015 年 3 月，公司联合蚂蚁金服旗下上海云鑫、众安保险向证通股份有限公司增资，增资后阿里系成为证通股份最大股东。证通股份由 36 家证券业机构联合发起，旨在恢复证券行业支付基础功能，实现证券机构之间的互联互通，被视为“证券版银联”。我们认为，参股证通股份为公司未来深度参与证券机构之间的互联互通打下良好基础。

2018 年 9 月 5 日，公司公告通过集中竞价交易方式累计持有科蓝软件股票比例达 5.01%。2019 年 3 月 20 日，蚂蚁金融云与科蓝软件签署《业务合作协议》，双方将共同研发移动互联网金融平台方案及金融核心系统项目，共同进行市场开拓。同时，上海云鑫受让科蓝软件 3.4% 的股票，至此阿里系合计持有科蓝软件 8.41% 的股份，成为公司第二大股东。科蓝软件是国内主要的银行 IT 解决方案供应商之一，我们认为，参照 FIS 通过投资并购实现对不同领域的渗透并进行交叉销售获得协同效应的经验，恒生参与对科蓝软件的投资未来或有助于公司进一步拓展银行 IT 市场。

携手阿里系进行横向扩张，跨领域打造子生态。2014年，公司成立“互联网+医疗”子公司恒生芸泰，次年获得云锋基金投资，此后又先后跟阿里云、支付宝等公司展开合作，依托蚂蚁金服强大生态资源实现从证券IT向医疗IT的拓展。芸泰以大型公立医院为核心，致力于帮助医院提升互联网+建设进程、实现线上线下的无缝衔接、最大限度发挥医疗的价值，目前已合作全国520余家大中型医院，覆盖26省份（市/区）、数亿患者。

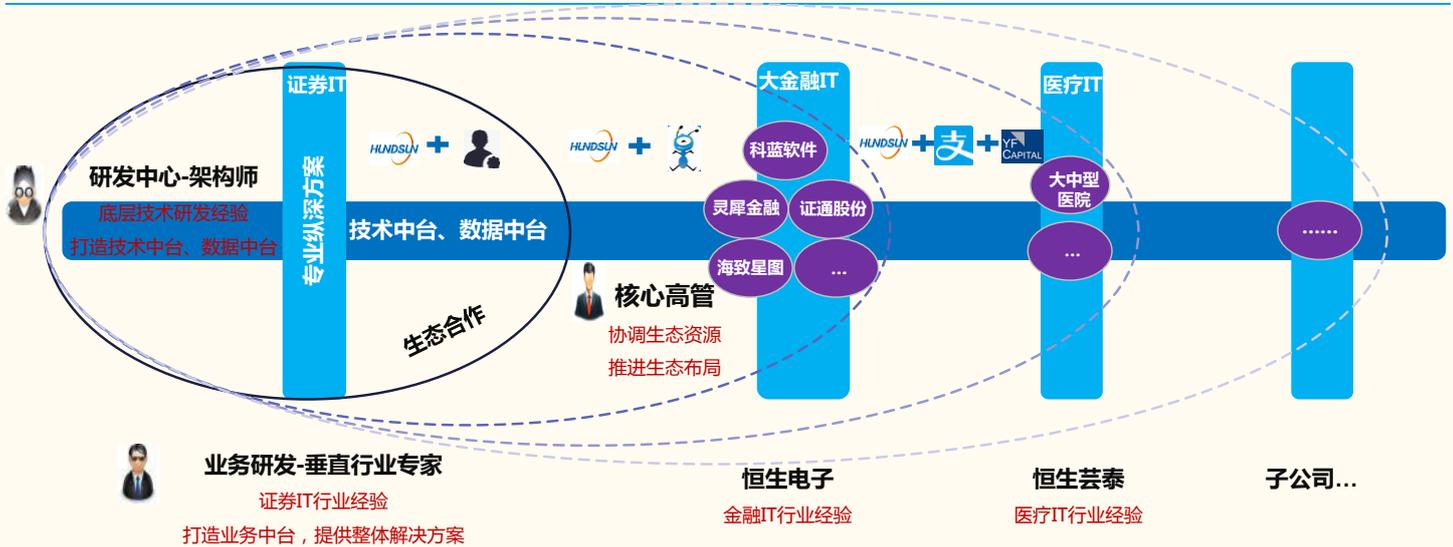
图表 36：恒生芸泰与蚂蚁金服协同拓展互联网医疗



来源：公开资料，国金证券研究所

2015年，公司成立“互联网+客运”子公司恒生长运，通过巴巴快巴互联网售票平台及手机端为道路客运提供票务服务。蚂蚁金服控股恒生后，巴巴快巴的道路客运售票信息服务平台在运营和发展上全面与阿里系进行合作。例如，2018年杭州萧山国际机场联合阿里集团实现飞猪网、支付宝服务窗线上购票服务后，于1月31日对接“巴巴快巴”网上售票系统，实现与全省汽运站的联网售票。公开资料显示，巴巴快巴已覆盖浙江省内48家一级车站、117家二级站，2万多辆客运车辆及几千条运行线路，基本实现了省内全覆盖，年售票量已经突破百万张，累计用户130余万。

图表 37：恒生电子“一纵一横一圈”生态化扩张模式梳理



来源：公司公告，公开资料，分析师整理、预测，国金证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们将首先预测公司盈利，然后综合使用 SOTP 以及 EV 估值法测算恒生的合理市值。

5.1 盈利预测

我们依据以下关键假设对公司未来三年盈利做出预测：

- 1) “资管新规”下银行理财子公司系统建设将贡献主要收入来源，未来三年银行理财子公司新建数量不低于 50 家（当前已有 28 家申请设立），且公司市场份额将接近资本市场上的市场份额，我们假定为 70%；
- 2) 交易所及非金融业务将基本维持稳定；
- 3) 互联网业务快速发展，未来三年营收 CAGR 40% 左右，但仍将基本维持盈亏平衡；
- 4) 公司的内部管理将进一步优化，从而使得销售、管理、研发等费用率有不同程度的改善。

图表 38：恒生分业务条线收入预测（百万元）

项 目		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本市场 IT 业务	收入	1910.87	2431.20	2910.08	3388.42	3841.09
	yoy	24.8%	27.2%	19.7%	16.4%	13.4%
	毛利率	98.00%	97.76%	97.59%	97.48%	97.38%
非资本市场 IT 业务	收入	473.46	357.10	406.46	450.89	484.95
	yoy	3.1%	0.3%	-24.6%	13.8%	10.9%
	毛利率	89.20%	89.75%	90.76%	91.86%	92.66%
互联网业务	收入	276.54	467.41	701.12	981.56	1325.11
	yoy	70.7%	69.0%	50.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	100.00%	99.42%	99.00%	99.00%	99.00%

来源：公司公告，分析师预测，国金证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2019-2021 年实现净利润分别为 8.3/10.4/12.8 亿元，EPS 为 1.34/1.69/2.07 元。

5.2 SOTP 估值

参考可比公司平均 PE，我们认为恒生传统业务 2019 年 PE 应不低于 62 倍。同时，我们统计公司自上一轮牛市启动（2013 年 1 月 1 日）至 2018 年底的平均 PE(FY1)为 68 倍。

我们认为，金融 IT 行业专业壁垒高、客户粘性强，相比竞争对手而言龙头公司具有更强的盈利能力和议价能力，从趋势上看也是未来金融 IT 行业向云化和智能化发展过程中最确定的受益方，因而理应享有估值溢价。因此，我们选择 68 倍作为公司传统业务 2019 年合理 PE 倍数，合理市值 564 亿。

图表 39：可比上市公司估值（数据更新到 2019 年 4 月 30 日）

代码	简称	股价 (亿元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600570	恒生电子	74.75	513	1.04	1.46	1.75	71.88	51.37	42.62
可比公司均值							64.64	61.77	44.86
600446	金证股份	20.89	198	-0.14	0.24	0.37	n/m	88.22	56.95
300377	赢时胜	11.78	97	0.24	0.37	0.47	49.19	31.92	24.87
603383	顶点软件	80.90	108	1.01	1.24	1.53	80.10	65.16	52.76

来源：Wind，分析师预测，国金证券研究所（注：2018 年平均 PE 计算过程中排除金证估值影响）

公司创新业务主要以 SaaS 形式对外提供服务，预计 2019 年营收 7.3 亿左右，参照国内外 SaaS 企业估值（50% 左右增速 SaaS 企业 PS 估值在 15-20 倍），给予创新业务 15 倍 PS，合理市值 110 亿。

综上，采用 SOTP 估值法，公司合理市值为 674 亿。

图表 40: SOTP 估值

	营收 (亿元)	利润 (亿元)	估值方法	估值倍数	合理市值
传统业务		8.3	PE	68	564
创新业务	7.3		PS	15	110
合计					674

来源: 分析师预测, 国金证券研究所

5.3 EV 估值

采用 EV/EBITDA 估值时, 我们认为应该对研发费用予以加回, 主要基于两点原因: 一是参照海外公司, 随着产品成熟度的提高, 研发支出会由发展初期的 30% 左右下降到成熟阶段的 5%-7%, 意味着前期研发投入在后期会产生成效; 二是恒生的成长历程表明公司持续地高研发投入可以逐步转换成自身的护城河, 目前行业地位稳固, 我们认为公司的研发存在巨大优化空间。

参考可比公司平均估值 (采用 wind 一致预测值), 我们认为恒生合理 EV/(EBITDA+研发费用) 为 33.5 倍, 对应合理市值 687 亿元。

图表 41: EV/(EBITDA+研发) 估值

代码	名称	EV (亿元)	EBITDA (亿元)	研发费用 (亿元)	EV/(EBITDA+研发)
600446	金证股份	179	1.03	6.21	24.78
300377	赢时胜	86	2.13	2.30	19.36
603383	顶点软件	92	1.02	0.61	56.22
600570	恒生电子	458	6.37	14.05	22.44
可比公司平均估值倍数					33.45
合理 EV (亿元)					683
+货币-有息负债 (亿元)					3.75
公司合理市值 (亿元)					687

来源: 国金证券研究所

综合 SOTP 估值以及 EV 估值, 谨慎起见, 我们选择较低者即 674 亿作为公司预测市值, 给予目标价 110 元, 上调公司至“买入”评级。

6. 风险提示

- 内部管理提升不及预期, 导致公司管理费用、销售费用等大幅波动, 从而造成公司业绩大幅波动;
- 监管政策如资管新规、科创板、沪伦通等落地不及预期, 从而造成短期内公司收入不及预期;
- 创新技术如云计算、人工智能等发展不及预期, 导致公司创新业务落地进展不及预期, 进而影响公司创新业务收入;
- 金融机构 IT 支出不及预期, 或将直接导致公司收入不及预期;
- 公司对外投资布局及跟蚂蚁金服的合作效果不及预期, 或将导致公司在创新技术储备、新业务领域扩张上不及预期;
- 18 年投资收益占净利润比重达 30% 以上, 未来投资收益可能出现大幅波动, 从而影响公司业绩。
- 公司控股子公司恒生网络被证监会处罚, 目前仍未及时足额缴纳罚款, 未来不排除被追加罚款的可能, 或将导致公司面临潜在的业务监管、声誉损失等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,170	2,666	3,263	4,018	4,821	5,651
增长率		22.9%	22.4%	23.1%	20.0%	17.2%
主营业务成本	-99	-90	-94	-115	-132	-149
% 销售收入	4.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%
毛利	2,071	2,576	3,168	3,903	4,689	5,502
% 销售收入	95.4%	96.6%	97.1%	97.1%	97.3%	97.4%
营业税金及附加	-41	-44	-43	-48	-58	-68
% 销售收入	1.9%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-663	-750	-882	-1,045	-1,229	-1,413
% 销售收入	30.6%	28.1%	27.0%	26.0%	25.5%	25.0%
管理费用	-1,335	-1,734	-1,851	-2,115	-2,507	-2,882
% 销售收入	61.5%	65.0%	56.7%	52.7%	52.0%	51.0%
息税前利润 (EBIT)	32	48	392	695	895	1,139
% 销售收入	1.5%	1.8%	12.0%	17.3%	18.6%	20.2%
财务费用	1	1	-2	20	40	66
% 销售收入	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.5%	-0.8%	-1.2%
资产减值损失	-4	-14	-131	-3	-1	-1
公允价值变动收益	-7	-21	-23	0	0	0
投资收益	119	271	257	200	220	220
% 税前利润	-198.4%	57.8%	36.7%	21.9%	19.0%	15.4%
营业利润	141	463	701	912	1,154	1,424
营业利润率	6.5%	17.4%	21.5%	22.7%	23.9%	25.2%
营业外收支	-201	5	-1	3	3	3
税前利润	-60	468	700	915	1,157	1,427
利润率	n.a	17.6%	21.4%	22.8%	24.0%	25.3%
所得税	8	-35	-21	-55	-81	-114
所得税率	n.a	7.5%	3.0%	6.0%	7.0%	8.0%
净利润	-52	433	678	860	1,076	1,313
少数股东损益	-71	-38	33	33	34	35
归属于母公司的净利润	18	471	645	827	1,042	1,278
净利率	0.8%	17.7%	19.8%	20.6%	21.6%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-52	433	678	860	1,076	1,313
少数股东损益	-71	-38	33	33	34	35
非现金支出	54	74	197	61	62	66
非经营收益	-118	-238	-251	-203	-222	-222
营运资金变动	556	536	312	221	463	482
经营活动现金净流	440	805	937	938	1,378	1,639
资本开支	-172	-96	-146	-168	-178	-190
投资	-350	-690	-306	0	0	0
其他	30	106	58	200	220	220
投资活动现金净流	-492	-680	-394	33	43	31
股权募资	261	126	104	0	0	0
债权募资	0	0	60	0	1	1
其他	-167	-95	-643	-216	-247	-290
筹资活动现金净流	93	31	-479	-216	-246	-289
现金净流量	42	156	64	754	1,175	1,380

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	343	500	567	1,321	2,496	3,875
应收账款	300	249	179	273	340	414
存货	52	45	16	39	45	51
其他流动资产	1,667	2,196	2,176	2,176	2,178	2,181
流动资产	2,361	2,990	2,936	3,809	5,059	6,521
% 总资产	51.9%	51.1%	47.2%	52.5%	58.7%	63.9%
长期投资	1,688	1,990	2,275	2,325	2,325	2,325
固定资产	340	366	470	584	700	815
% 总资产	7.5%	6.3%	7.6%	8.1%	8.1%	8.0%
无形资产	31	486	475	479	483	496
非流动资产	2,187	2,862	3,280	3,444	3,563	3,691
% 总资产	48.1%	48.9%	52.8%	47.5%	41.3%	36.1%
资产总计	4,548	5,852	6,216	7,253	8,622	10,212
短期借款	0	0	60	60	60	60
应付款项	1,655	1,894	2,047	2,358	2,812	3,272
其他流动负债	302	590	611	639	722	824
流动负债	1,956	2,484	2,718	3,057	3,594	4,156
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	75	83	84	87	91	96
负债	2,031	2,566	2,802	3,144	3,686	4,252
普通股股东权益	2,401	3,073	3,182	3,842	4,637	5,624
少数股东权益	117	213	233	266	300	335
负债股东权益合计	4,548	5,852	6,216	7,253	8,622	10,212

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.030	0.763	1.045	1.338	1.686	2.069
每股净资产	3.886	4.974	5.150	6.219	7.505	9.104
每股经营现金净流	0.712	1.303	1.517	1.518	2.231	2.652
每股股利	0.100	0.290	0.320	0.350	0.400	0.470
回报率						
净资产收益率	0.76%	15.33%	20.29%	21.52%	22.47%	22.72%
总资产收益率	0.40%	8.05%	10.38%	11.40%	12.08%	12.52%
投入资本收益率	1.09%	1.34%	10.88%	15.60%	16.58%	17.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.49%	22.85%	22.38%	23.13%	19.99%	17.22%
EBIT 增长率	-91.83%	52.24%	716.14%	77.20%	28.77%	27.27%
净利润增长率	-95.97%	2476.18%	36.96%	28.12%	26.00%	22.68%
总资产增长率	14.42%	28.66%	6.22%	16.67%	18.89%	18.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.6	32.3	20.2	22.0	23.0	24.0
存货周转天数	202.6	196.7	117.2	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	208.2	190.4	344.7	344.0	344.0	344.0
固定资产周转天数	56.8	43.7	32.7	23.3	16.9	12.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.30%	-16.43%	-19.98%	-34.97%	-52.90%	-66.98%
EBIT 利息保障倍数	-33.0	-35.2	203.2	-35.6	-22.7	-17.3
资产负债率	44.65%	43.85%	45.07%	43.36%	42.75%	41.64%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	28	40	58
增持	0	2	11	13	25
中性	0	2	3	3	7
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.40	1.40	1.34	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-04	增持	55.01	62.00~62.00
2	2018-03-28	增持	56.53	N/A
3	2018-12-23	增持	53.31	N/A
4	2019-04-01	增持	87.56	N/A
5	2019-04-25	增持	90.40	N/A

来源：国金证券研究所



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。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH