



600570.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 55.83

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.9	11.7	0.6	27.6
相对上证指数	38.8	12.3	2.6	47.4

发行股数(百万)	618
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	34,492
3个月日均交易额(人民币 百万)	682
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
杭州恒生电子集团有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年12月5日收市价为标准

相关研究报告

《恒生电子: 领军金融科技, 受益金融创新》
20181105

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

恒生电子

“吃饭”行情之外如何增长?

公司是金融 IT 软件领域龙头企业, 核心系统市占率领先。产品粘性大, 研发投入高, 护城河效应突出。传统业务与证券行业景气度耦合, 具周期性, 行业地位和议价能力能在不同周期兑现业绩高弹性和稳定性。同时积极研发金融科技成长性业务, AI 和云计算领域多款产品已建立先发优势。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司专注于全领域金融 IT 软件业务, 核心系统市占率约在 50-90% 之间。产品直接影响金融机构核心业务, 因此客户黏性高, 护城河效应明显。公司龙头地位意味着行业处于“吃饭”行情时获取业绩高弹性, 而议价能力强有利于在景气度较低时保持业绩稳定。
- 传统业务周期性特点可依靠发展成长性业务来突破。公司正通过人工智能和云计算的高投入实践该目标。金融 IT 行业本身处在从信息化向智能化转变的历史机遇中, AI、云等金融科技方向分别是百亿级以上的新兴领域, 公司成长空间被打开。一方面, 陆续推出的 12 款 AI 产品渗透率逐步提升; 另一方面, 在云领域布局多年, 且背靠阿里系大股东的云平台资源。金融科技领域已建立了先发优势。
- 受金融创新与开放政策趋势带动, 科创板等新系统与理财子公司等新客户均在近期露出水面。以理财子公司为例, 公司提供理财分销、销售、投资交易、信息披露、估值、绩效风控等一体化核心系统。因此, 传统业务有望与成长性业务形成共振, 在 2019 年后将公司引上发展快车道。

评级面临的主要风险

- 金融创新力度收紧; 创新产品需求不及预期; 恒生网络监管风险。

估值

- 由于新系统需求显现及费用控制改善, 上修 2018~2020 年净利润预测至 5.8 亿、8.2 亿和 10.9 亿元, EPS 分别为 0.94、1.32 和 1.77 元, 对应估值分别为 59、42 和 32 倍 (原净利润数据为 5.6 亿、7.6 亿和 9.8 亿元, EPS 为 0.90 元、1.17 元和 1.50 元, 上修幅度约 5~18%)。公司估值与增速匹配良好, 基于行业龙头地位和增长确定性提升, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,170	2,666	3,405	4,907	6,601
变动(%)	(2)	23	28	44	35
净利润(人民币 百万)	18	471	582	817	1,093
全面摊薄每股收益(人民币)	0.030	0.763	0.942	1.323	1.769
变动(%)	(96.0)	2,476.2	23.5	40.4	33.7
原先预测每股收益(人民币)			0.90	1.17	1.50
变动(%)			4.7	13.1	17.9
全面摊薄市盈率(倍)	1,885.7	73.2	59.3	42.2	31.6
价格/每股现金流量(倍)	78.4	42.9	195.7	12.1	107.4
每股现金流量(人民币)	0.71	1.30	0.29	4.61	0.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	444.2	359.5	74.5	47.9	35.9
每股股息(人民币)	0.100	0.290	0.358	0.503	0.672
股息率(%)	0.2	0.5	0.6	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测



目录

公司是金融 IT 软件行业龙头	5
金融 IT 软件市占率优势突出	5
金融 IT 是千亿级市场	7
用户黏性是天然护城河	10
AI 和云：突破周期性，培养成长性	11
传统业务周期性强，“吃饭”行情意味高增长	11
从信息化向智能化，行业迎来成长性大机遇	12
智能产品矩阵保障先发优势成型	14
金融上云革新产品与商业模式，静待风吹云动	15
积极政策叠加，助推金融上升周期成型	19
传统金融业务增长的驱动因素	19
金融开放与创新产生新增系统需求	20
行业成熟加速弥合中外市场差距	22
投资建议与风险提示	24
盈利预测	24
投资建议	24
风险提示	25



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 蚂蚁金服是公司第一大股东	5
图表 2. 公司前十大股东	5
图表 3. 公司 2013~2018Q3 营收情况.....	6
图表 4. 公司 2013~2018Q3 扣非净利润情况.....	6
图表 5. 公司面向不同金融客户提供丰富的软件产品	7
图表 6. 公司客户与核心产品市占率	7
图表 7. 保险业软件与 IT 服务市场规模及预测	8
图表 8. 保险业 IT 服务市场总规模及预测	8
图表 9. 银行业软件与 IT 服务市场规模及预测	9
图表 10. 银行业 IT 服务市场总规模及预测.....	9
图表 11. 部分上市证券公司 2017 年研发投入.....	9
图表 12. 中国证券业协会对集中交易系统部分技术指引	10
图表 13. 公司营收增速与证券行业更吻合	11
图表 14. 传统产品时期公司股价走势.....	12
图表 15. 新兴产品时期公司股价走势.....	12
图表 16. 互联网金融业务模式.....	13
图表 17. 2014 年 Fintech 融资额高增开启金融 IT 智能化时代....	13
图表 18. 公司发布 12 款人工智能产品	14
图表 19. 2018 年中国 AI+金融市场规模超 4 亿美元	15
图表 20. Hundsun Online 战略.....	16
图表 21. 2015~2017 年中国金融云整体市场规模 (亿元)	16
图表 22. 2015~2017 年中国金融云 PaaS 市场规模 (亿元)	17
图表 23. 2017~2020 年中国金融云市场规模预测	17
图表 24. 部分产品线增长的驱动因素	19
图表 25. 商业银行拟设立理财子公司情况	20
图表 26. 科创板六大政策要点.....	20
图表 27. CDR 五大制度要点.....	21
图表 28. 一种 CDR 交易机制设计.....	21
图表 29. 六项金融业开放措施.....	22
图表 30. 2014 年每 10 万人享有银行设施数量	22



图表 31. 2015 年中美两国保险密度	22
图表 32. 中外公司在资金端创新比较	23
图表 33. 中外公司在金融资产端创新比较	23
图表 34. 公司分板块拆解业务预测	24
图表 35. 可比公司市盈率对比	25
图表 36. 公司增速估值匹配表	25

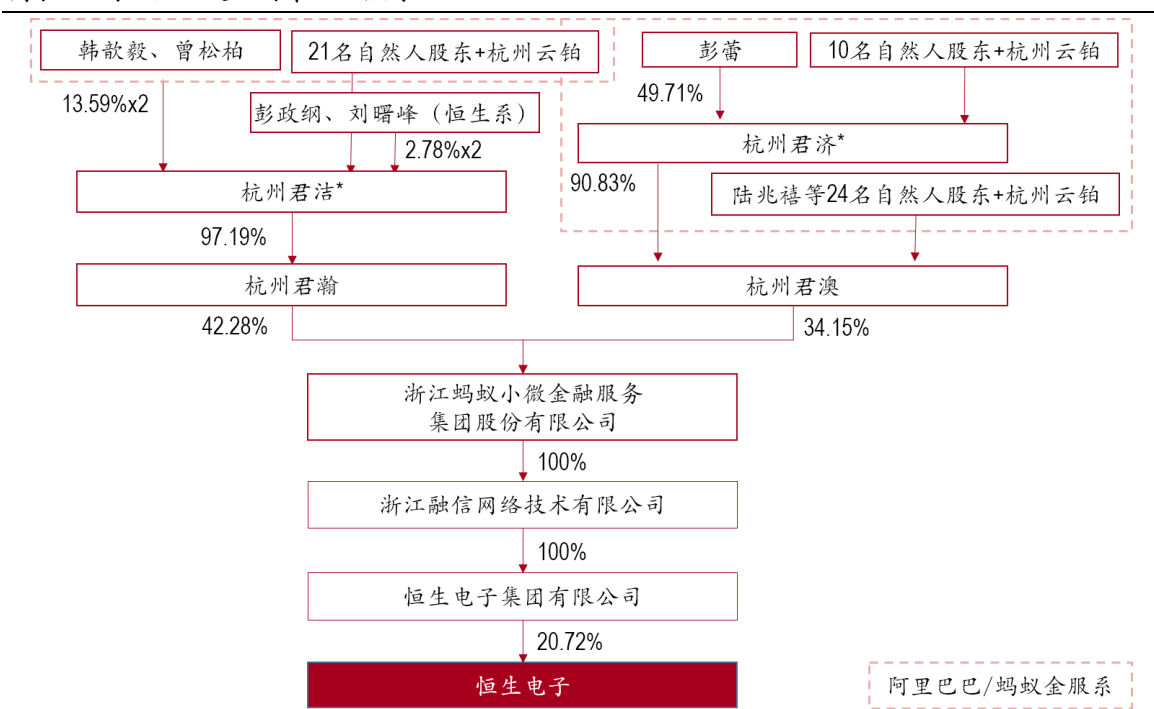
公司是金融 IT 软件行业龙头

金融 IT 软件市占率优势突出

恒生电子股份有限公司（简称“恒生电子”或“公司”）于1995年成立于杭州，2003年在上交所主板上市，是中国金融软件和网络服务供应商领军企业。公司主要面向国内的金融机构提供软件产品和服务以及金融数据业务。

2014年4月，公司控股股东（恒生电子集团）的控股公司（浙江融信）的股东马云及谢世煌与蚂蚁金服签署相关协议，蚂蚁金服将通过认购浙江融信新增股本并收购现有股东剩余股权的方式，获得浙江融信100%的股权。因此蚂蚁金服成为恒生电子第一大股东。截止到2018年三季报，恒生电子集团持有上市公司20.72%股权；同时，在前十大股东中，公司管理层和创始人彭政纲等人合计持有约7.68%的股权。公司主要股东结构保持长年稳定。

图表 1. 蚂蚁金服是公司第一大股东



资料来源：Wind、天眼查，中银证券

图表 2. 公司前十大股东

股东名称	持股比例 (%)
杭州恒生电子集团有限公司	20.72
香港中央结算有限公司 (陆股通)	2.84
周林根	1.94
蒋建圣	1.92
中央汇金资产管理有限责任公司	1.76
中国证券金融股份有限公司	1.74
全国社保基金一一一组合	1.62
陈鸿	1.44
王则江	1.23
彭政纲	1.15

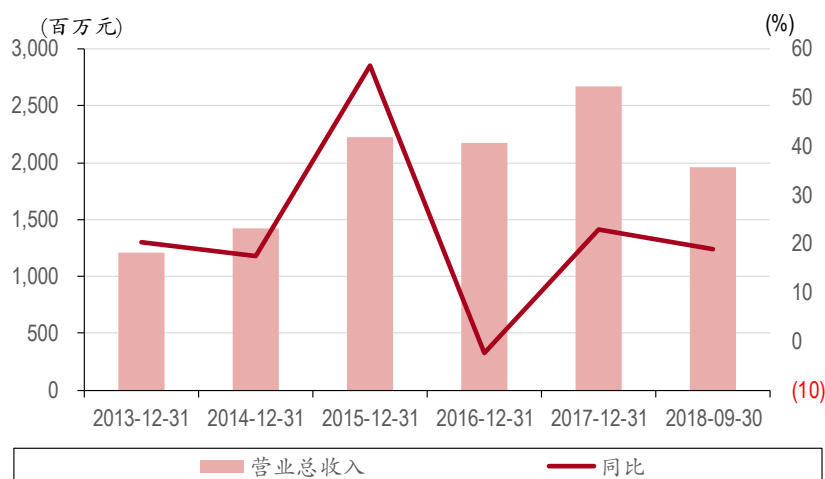
资料来源：公司公告，中银证券

注：截止到2018年三季报

根据公司 2018 年中报，主要的控股和参股子公司 37 个，覆盖中国内地、中国香港、美国、日本等国家/地区，主要参与软件业务，部分涉及投资、管理咨询、房地产等业务。

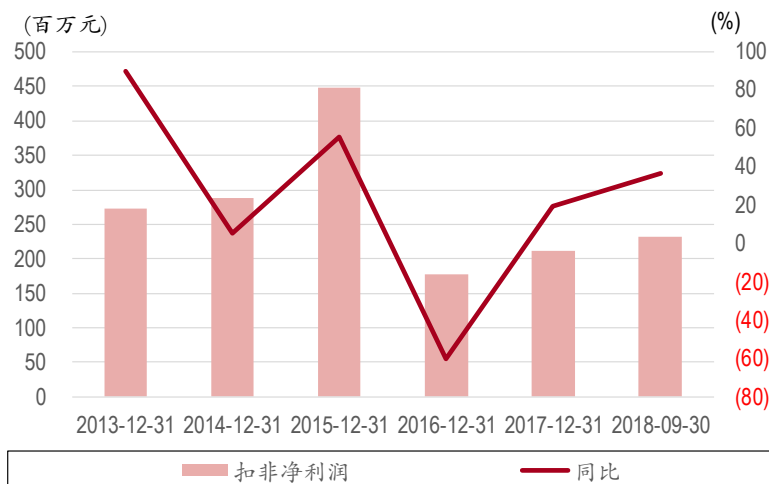
除 2016 年外，公司最近五年营业收入和扣非净利润保持正增长。2017 年实现营收 26.7 亿元，同比增长 22.9%；扣非净利润 2.1 亿元，同比增长 19.4%。2018 年三季度这两项增速指标实现到 18.9% 和 36.6%，保持良好增长态势。2016 年受金融行业景气度以及恒生网络罚款因素影响，净利润出现较大波动。

图表 3. 公司 2013~2018Q3 营收情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 公司 2013~2018Q3 扣非净利润情况



资料来源: Wind, 中银证券

公司为金融机构提供全面完整的软件和解决方案，形成了丰富的产品线。其中比较核心的产品有券商经纪业务运营平台 UF2.0、基金登记过户系统 TA4.0 和投资交易系统 O32 等（数字为主流产品版本号）。

图表 5. 公司面向不同金融客户提供丰富的软件产品

金融机构	产品线 (系统、解决方案或平台)
证券	零售与机构经纪、场外柜台市场、证券资管、海外市场、互联网金融、投资赢家、做市商
基金	专户子公司、公募、投顾服务、互联网金融、投资管理、产品募集、客服及营销、第三方基金销售
保险	投资一体化、产品募集、公募、第三方基金销售
信托	综合管理、信托 TA、资产估值和会计核算、资金清算、营销服务、风险管理、监管报送
期货	综合业务运营、极速交易、统一账户、资产管理、第三方基金销售
银行	综合理财、财资管理、票据业务、资产管理、存管监管、网络金融、支付结算、应用集成、运营外包、为金融云
交易所	现货交易综合业务、碳排放权交易、场外市场集中清算、各类产权交易、金融资产交易
私募	OPLUS 投资管理、i 私募平台、估值核算和登记过户、PBOX 专业投资交易服务、CBS 私募综合业务管理
其他	AMC (不良资产收购处置)、新兴行业 (第三方销售、金控集团等)、智能交通 (交通电子化、信息化、智能化)、统一通信 (IPCC 核心平台、多行业呼叫中心、移动 OA 等)

资料来源: 公司公告, 中银证券

在金融机构客户的核心业务方面, 公司产品的市场占有率一直处于高位 (图表 6), 其中资管核心产品投资系统在金融机构客户中的份额超 90%。因此, 公司产品成为行业内的标杆, 对客户需求的满足方式、交互和使用习惯的培养等方面都具备代表性。

图表 6. 公司客户与核心产品市占率

金融机构	客户数量	核心系统	市占率 (%)
证券	122	集中交易系统	48
基金	100	投资交易管理系统	83
保险	100	投资交易管理系统	92
信托	65	综合理财平台	85
期货	110	投资交易管理系统	32
银行	259	交易管理系统	72

资料来源: 公司公告, 中银证券

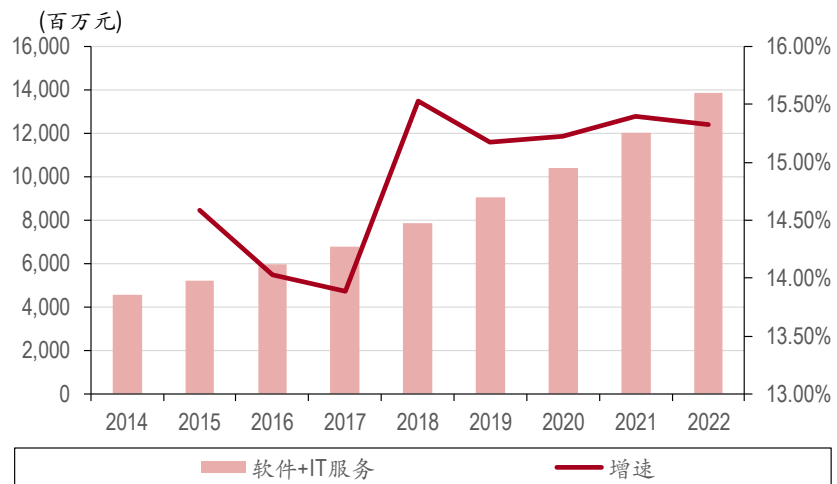
注: 数据随时间略有变化, 表中为公司 2018 年三季度数据

金融 IT 是千亿级市场

金融 IT 是一个广阔的市场。11 月 18 日, 中国金融学会会长、中国人民银行前行长周小川出席第九届财新峰会并发表演讲, 提到“曾有研究人员认为, 金融业尤其是**商业银行和保险业**, 原则上就是一家 IT 公司”, 他对此的理解是“传统金融业历来是 IT 和金融科技最主要的用户”, “金融业也是 IT 技术的最大采购商”。

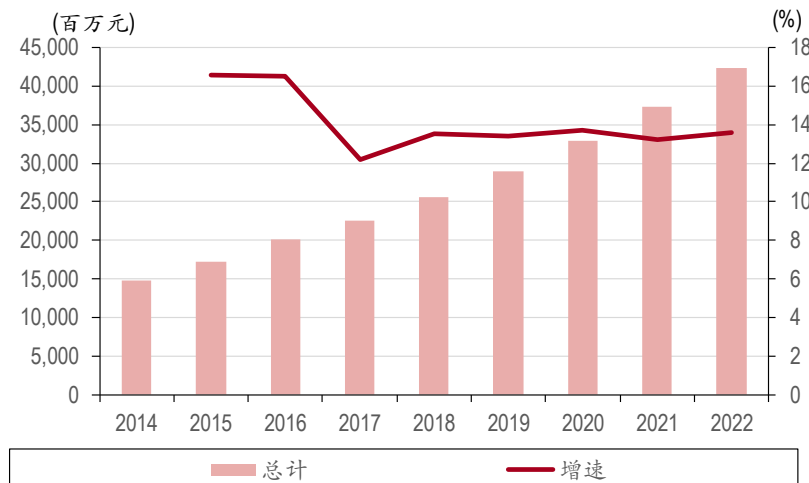
根据 IDC 的数据, 2017 年中国保险 IT 市场规模总计达 225 亿美元, 到 2022 年将超过 423 亿美元, 年复合增速达 13.5%。其中恒生电子所处的软件和 IT 服务细分领域将从 2017 年的 68 亿元上涨到 2022 年的 138 亿元, 年复合增速约 15.2%。

图表 7. 保险业软件与 IT 服务市场规模及预测



资料来源: IDC, 中银证券

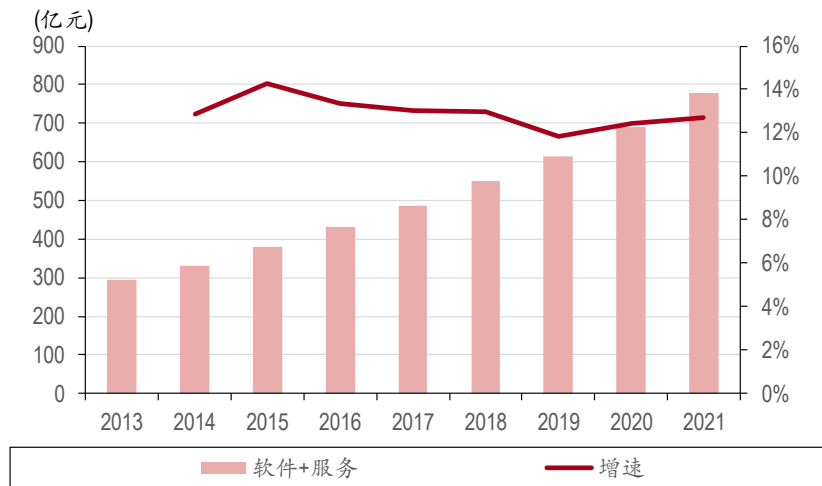
图表 8. 保险业 IT 服务市场总规模及预测



资料来源: IDC, 中银证券

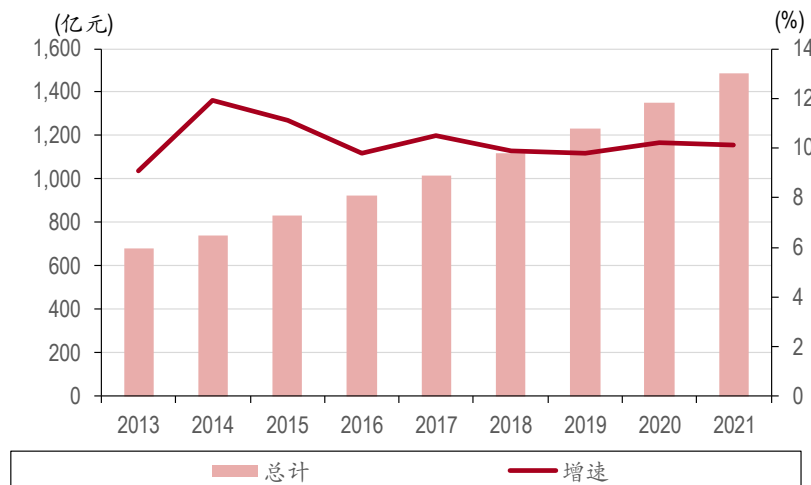
同样的,在银行业的市场统计与预测数据中, IDC认为金融IT总规模将从2017年的1014亿元上升到2021年的1488亿元,年复合增速约10.1%;其中软件和服务市场规模从2017年的486亿元上升到2021年的778亿元,年复合增速约12.5%。

图表 9. 银行业软件与 IT 服务市场规模及预测



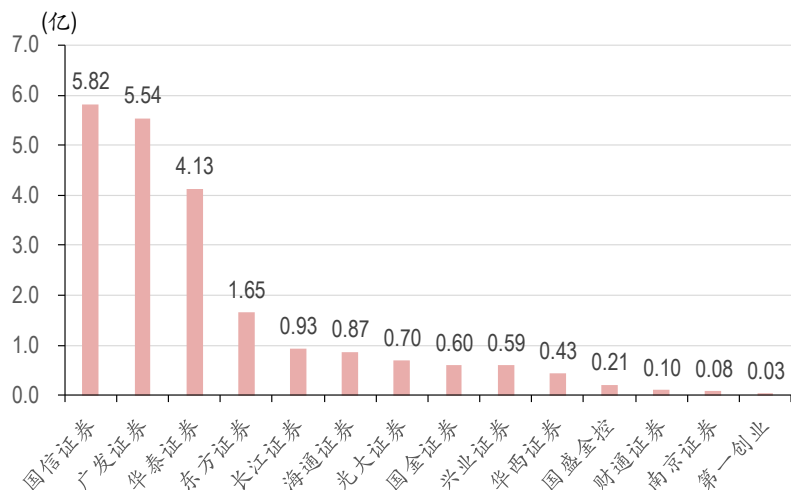
资料来源: IDC, 中银证券

图表 10. 银行业 IT 服务市场总规模及预测



资料来源: IDC, 中银证券

图表 11. 部分上市证券公司 2017 年研发投入



资料来源: Wind, 中银证券



从上市证券公司公布的年报中也可以看到，券商自身的研发投入就呈现较高水平。例如，2017 年研发投入总额前三的证券公司分别达到 5.8 亿、5.5 亿和 4.1 亿元。同时，根据《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》，证券公司最近三个财政年度 IT 投入平均数额原则上应不少于最近三个财政年度平均净利润的 6%，或不少于最近三个财政年度平均营业收入的 3%。因此可以推测证券业 IT 投入应在百亿数量级。

综合可知，金融行业客户的 IT 系统中软件与服务市场规模在 2-3 年内将快速超千亿，相对公司当前二十多亿的营收体量来说存在充足的提升空间。

用户黏性是天然护城河

金融类核心系统一般都会对稳定性、高并发和实时性等指标提出很高的要求。以证券行业为例，其本质上是信息密集型产业，快速、准确获取各种信息等并加以利用成为市场各方成功的关键。在交易环节，自实施集中交易后，交易方式从早先营业部的柜台系统迁移到总部数据中心的集中交易节点，多点的分散风险变成单点的集中风险，集中系统如果技术故障，将会对全公司业务造成影响，后果将是破坏性的。

事实上，行业内不乏 IT 系统故障导致的重大事件。根据财新网报道，2013 年 8 月 16 日，光大证券自营部门在使用其独立的套利系统时出现问题，导致著名的“乌龙指”事件发生。中国证券网报道，2015 年 5 月 29 日两市早盘出现宽幅震荡，沪指一度大跌 4%，引发开市后首个半小时内成交额达 5432 亿元。短时间天量成交压力下，包括招商证券、齐鲁证券、国泰君安等多家券商在内的交易系统出现异常状况。

图表 12. 中国证券业协会对集中交易系统部分技术指引

指标	典型要求
机房	监视系统和门禁系统，监视资料应完备、清晰，保存足够长时间
核心网络建设	承建集成商具国家二级或以上计算机信息系统集成资质证书；不存在单点故障，交换机、路由器和防火墙有热备份；交易网段和非交易网段实现物理隔离
核心网络管理	设置专职、双岗网络管理员，实行网络分级管理
计算机病毒防范	专人负责，统一组织和实施；计算机病毒预警机制，严格执行病毒检测及报告措施；及时更新防病毒软件版本、杀毒引擎和病毒库；建立病毒监控中心
系统备份	中心机房与交易所的通信地面线路和卫星通信相互备份，与中登公司的通信连接应有备份线路；公司中心机房和各分支机构之间应建立多条、不同运营商、不同介质的通信通道（如 DDN、帧中继、卫星等），保证业务的连续性
可用性	99.99%可用性和 7x24 小时连续性指标
峰值能力	最大处理能力应达到日常实际处理量的 5 倍以上
灾备系统	主备系统实际切换时间少于 60 分钟，灾备系统不低于主用系统处理能力的 50%，通信线路应分别接入主备系统；有条件时可采用主、备系统处理能力相同、轮换交替使用的双系统模式
安全等级	《计算机信息系统安全保护等级划分准则》（GB17859-1999）三级或以上
测试系统内能够	独立的测试系统，与交易所测试系统联网，实现完整的交易测试环境

资料来源：中国证券业协会，中银证券

正是由于核心系统对金融机构客户的整体业务影响巨大，因此客户黏性很高，一般不会轻易更换供应商。在上述证券业协会对集中交易系统技术指引中也规范了系统内能够升级、变更的流程：（1）变更请求应由业务或相关需求人员发起；（2）经公司集中交易运行管理机构审批后，组织开发；（3）变更请求由业务和技术人员成立联合测试小组进行系统测试；（4）经公司集中交易运行管理机构审批同意后，提交给运行管理人员实施；（5）实施完成后，建立相应的升级或变更文档。

公司凭借先发优势和行业内极强的研发与产品能力，在下游客户中占据了领先的市场份额。以此为护城河，公司能够在较高的用户基数和较低的流失率上逐渐拓展用户市场。

AI 和云：突破周期性，培养成长性

以 2013 年为划分，大致可以将公司的产品阶段划分为两个时期：（1）2013 年前是传统产品时期，以提供金融类工具软件为主；（2）2013 年后视新兴产品时期，公司开始探索云、人工智能、区块链等新技术对工具软件的变革机会。

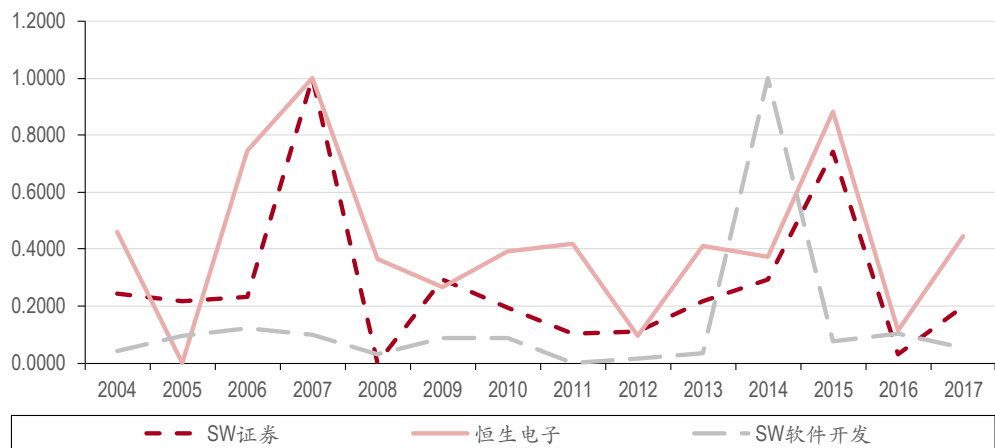
传统业务的周期性为公司业绩的预测提供了先验性指标（即金融行业景气度）；新兴业务的成长性则为公司业绩增长的持续性提供了基础。两者正向叠加时，意味着公司的投资价值将快速攀升。

传统业务周期性强，“吃饭”行情意味高增长

公司软件产品的下游客户为金融机构，机构的 IT 预算一般遵循当年营收体量按比例投放，因此公司的业绩一定程度上受券商等机构的业绩带动，被认为是券商“影子股”。

我们将公司上市后的营收增速与申万证券、申万软件开发板块的整体业绩比较（增速做归一化处理），发现公司与券商板块的匹配度甚至好过软件板块。

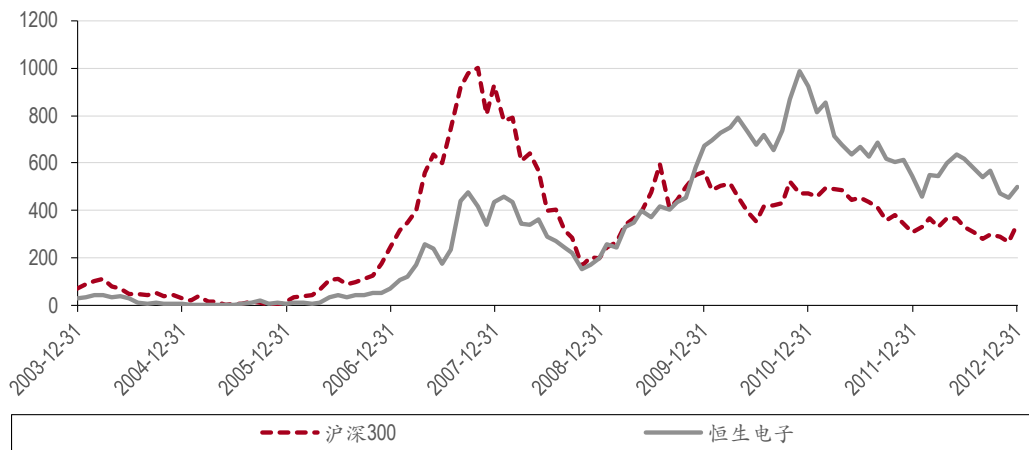
图表 13. 公司营收增速与证券行业更吻合



资料来源：Wind，中银证券

市场对公司传统产品时期公司的周期性属性认知较为充分：从 2003 年公司上市起到 2013 年左右，公司股价的走势都和大盘的走势趋同，即当大盘走强时，市场预期证券行业景气度提升，公司业绩有望高速增长，推动公司盈利预测和估值走高（图表 14）。

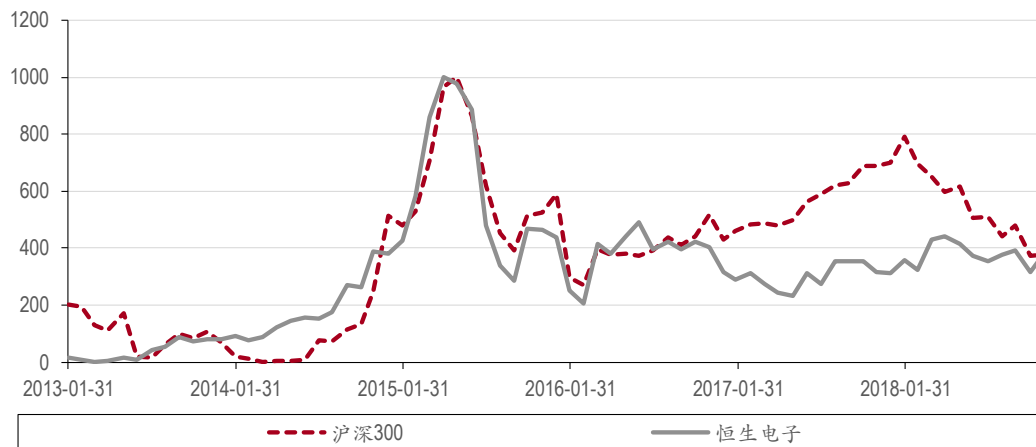
图表 14. 传统产品时期公司股价走势



资料来源: Wind, 中银证券

2013 年公司推出过金融云平台 HOMS, 逐渐引入了新的商业模式, 从而伴随 2014~2015 年牛市行情一路成长 (图表 15), 随着金融监管趋严在 2015 年后中止。由于此类云模式仍然是围绕证券业内生业务展开的, 所以仍然和下游行业周期性紧密相关。

图表 15. 新产品时期公司股价走势



资料来源: Wind, 中银证券

2017 年后, 由于人工智能等新产品尚未产生大规模收入, 因此公司股价受低落行情影响走势平缓 (同期大盘指数走高主要由于龙头白马行情影响)。

综合以上可知, 金融行业景气度是公司业绩的先验性指标。如果市场预期金融行业回暖, 将直接催化公司业绩 (预期) 走高。后面章节的讨论显示, 在金融创新和金融开放的政策改善局面下, 公司的增长或正在步入这样一个上升周期。

从信息化向智能化, 行业迎来成长性大机遇

公司业务的周期性属性对于估值水平有一定的压制性影响, 要突破周期性属性, 就需要发掘新的成长性业务。金融 IT 领域正进入从信息化转向智能化的大的技术升级周期, 是当前重要的产业机会。从 2013 年左右开始, 公司积极探索符合行业趋势的人工智能、云计算等业务, 正是在把握这个机会, 目前看已获得先发优势。

现有的金融 IT 解决方案主要是实现了金融数据、凭证和交易的数字化和网络化，也出现了一些辅助性的自动化工具软件。但是工具更多是对金融信息进行网络存储、可视化和加工，并不能智能化的利用数据。金融 IT 网络化阶段一个典型的例子是互联网金融，其主要实现的是将传统的征信、借贷和投资等金融业务搬到移动互联网上，对于业务本身没有实现更多智能化的支持。

图表 16. 互联网金融业务模式



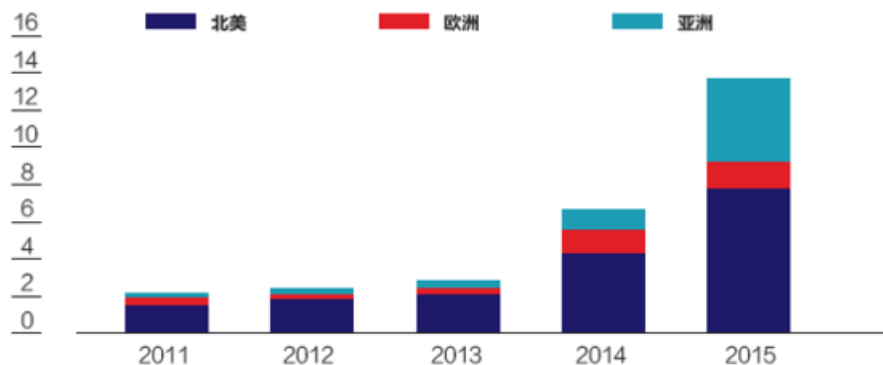
资料来源：易观智库《中国互联网金融理财市场专题研究报告》(2014)，中银证券

在互联网业务模式版图中可以看到，不管余额宝、网上银行也好，众筹、网络小贷也罢，都只是提供了对接投资或交易双方的一个通道。大量的数据散落在线上和线下，用户要么弃之不理，要么简单加工，整个 IT 系统并不能发挥更智能的作用。

金融科技 (Fintech) 的提出意味着金融 IT 开启了智能化篇章。因为中国对互联网金融的监管趋严，所以很多互联网金融公司“改换门庭”将自己称为金融科技公司，使得早期的金融科技概念较为模糊。但是随着人工智能、大数据等技术的兴起，金融科技所代表的使用智能技术将人工因素逐渐从金融环节中移除的特点开始明朗。

Fintech 阶段的开启时点在 2014 年左右，有几个标志性的事件。一方面，2014 年全球 Fintech 融资额是 2013 年的三倍；另一方面，蚂蚁金服在 2014 年 10 月成立。从支付宝发展而来的蚂蚁金服正分别对应着半自动化工具的信息化时代和智能化金融科技时代。

图表 17. 2014 年 Fintech 融资额高增开启金融 IT 智能化时代



资料来源：CB Insights，中银证券

金融科技代表性的公司是 Wealthfront 等。Wealthfront 成立于 2008 年 12 月，为客户提供理财咨询服务。传统理财行业的进入门槛在百万美元以上，费率在 1% 以上，而 Wealthfront 的投资门槛和费率相对更低（根据官网数据，当前费率为 0.25%）。Wealthfront 还聘用高端财务顾问，提供高质量理财咨询服务，服务质量不低於传统理财。低门槛和低费用率的业务得以实现，借助的正是更廉价和更具可扩展性的技术和系统，使得人工逐步被代替。

智能产品矩阵保障先发优势成型

蚂蚁金服 2014 年底成立，之前即入股了恒生电子，同时公司也在 2013 年就开始了云产品的发布。从 2017 年起，公司更是提出了“让金融变简单”的愿景，加快了在人工智能领域的投入，陆续推出 12 款 AI 产品。因此公司在金融智能化浪潮中拔得头筹，积累了先发优势。

图表 18. 公司发布 12 款人工智能产品

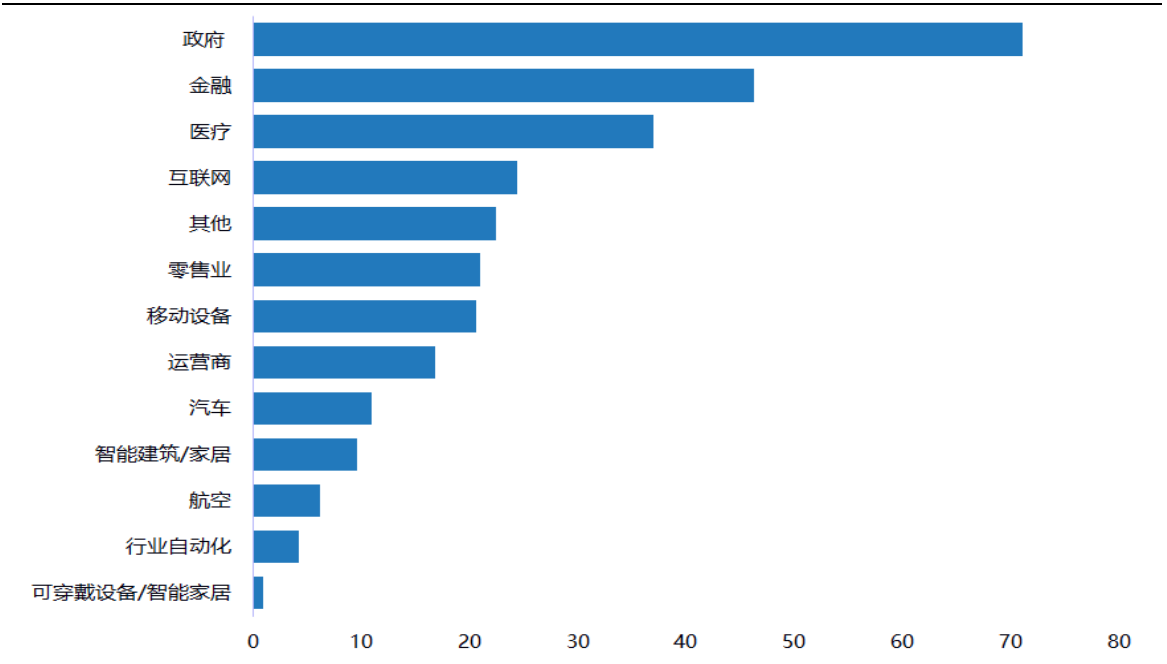
产品	发布时间	承担主体	功能
智能数据“小梵 FAIS”	2017 年 6 月	恒生聚源	为普通投资者提供精准的数据提炼
智能投顾	2017 年 6 月	商智神州	客户需求探索、资产优化模型、智能择市（量化投资策略）和资产智能管理四个环节
智能投资“iSee”	2017 年 6 月	云纪网络	以用户画像为依据，帮助金融机构为个人用户提供机会挖掘、交易陪伴以及精准服务的智能决策辅助系统
智能客服	2017 年 6 月	公司	拥有自然语言处理能力，可以将客户口语化的表达转换成机器人可以理解的语义信息，提供 7*24 小时不间断的快速服务
银行智能投顾	2017 年 12 月	公司/恒生聚源	主要以公募基金为底层投资标的，为银行提供技术算法和模型，从而帮助银行为不同客户提供个性化投资方案建议
智能投研	2017 年 12 月	恒生聚源	智能数据采集、智能数据建模、智能事件驱动，大幅提升投研质量与效率
智能监管“智能金盾”	2017 年 12 月	云永网络	包括智能预警、智能分析、综合监管三个模块，对金融监管需要的舆情、资金、产品、交易、企业信息进行全流程、智能化的监控
智能运营“iWin”	2017 年 12 月	云赢	帮助金融机构建立基于数据洞察的自动化营销策略，持续自动地与用户进行个性化交互，直至完成转化的目的
晓鲸智能问答平台	2018 年 6 月	鲸腾网络	应用在智能客服、智能投顾等领域，个性化定制专属的 AI 投资机器人
智能资产配置引擎	2018 年 6 月	商智神州	解决投研过程中海量数据处理的问题，帮助投研人员轻松完成市场选择的步骤
智能 KYC	2018 年 6 月	鲸腾网络	进行开源数据采集，解决反洗钱、用户智能全息画像、客户智能身份识别
智能服务分析	2018 年 6 月	公司	对客户进行情绪分析，识别开心、愤怒、疑问等超过 20 种情绪，并定制拟人化的对话策略

资料来源：公司官网，中银证券

AI+金融市场未来 5 年空间或超 30 亿美元，复合增速超 50%。根据 IDC 的预测，2018 年中国金融行业投入人工智能领域的市场规模超 4 亿美元，这与 IDC 对 2016 年 3.48 亿和 2017 年 6.25 亿元人民币的数据相比有了数量级的提升。IDC 还进一步预计金融行业人工智能市场规模未来 5 年的 CAGR 将超 50%，即规模超 30 亿美元。

自大数据时代以来，金融行业向来是新技术投入领域的重点，人工智能也不例外。例如，机器学习技术可以用于反欺诈场景下行为识别的覆盖率、对话式人工智能客服也可以替代人工完成近 80% 的咨询量。

图表 19. 2018 年中国 AI+金融市场规模超 4 亿美元



资料来源: IDC, 中银证券
注: 图中数字单位为百万美元

政策推动逐步细化。2017 年 3 月, “人工智能”被首次写入全国人大政府工作报告; 7 月 20 日, 国务院发布《新一代人工智能发展规划》, 将 AI 上升到国家战略高度。

2018 年 11 月 9 日, 中关村管委会、北京市金融工作局和北京市科技委联合发布了关于印发《北京市促进金融科技发展规划(2018 年-2022 年)》的通知, 表示要支持人工智能技术在身份识别与反欺诈、量化交易、投资顾问、客户服务、风险管理、辅助监管等金融领域的应用。

金融上云革新产品与商业模式, 静待风吹云动

作为软件企业, 公司所处的行业正迎来软件上云的大趋势。

云软件对公司有特别的意义。因为涉及核心产品, 体量重是目前恒生软件产品不得不面对的一个弊端, 上云恰恰有助于产品变轻。在 2017 年 12 月的公司的 U+ 行动年会上, UF2.0 产品经理表示这一类核心系统的用户觉得“不太敢升级”、“升级太复杂”或“升级包太多”。SaaS 软件产品在线式、后台式和及时性的升级可以很大程度上解决这类问题。

因此, 2018 年 2 月总裁刘曙峰在开年大会上提出“Hundsun Online”的上云战略, 包括四个方面 (



图表 20)。



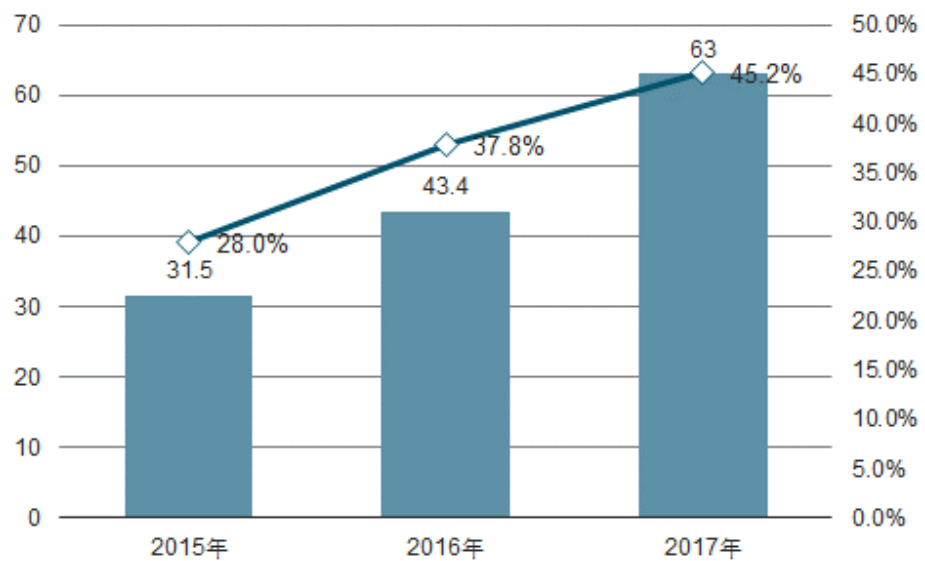
图表 20. Hundsun Online 战略

战略	内容
Move Online	为客户在大财富、大资管、大平台、新经纪、新财资、新市场各个领域提供在线的解决方案
Live Online	建设云上的生产环境和运营体系
SaaS	面向全市场提供 SaaS 云服务
GTN	连接各类金融机构，包括恒生解决方案客户
组件	通过 GTN 提供组件服务
运营	在恒生的金融云上，建立随时在线的运营体系
Think Online	建设恒生 iBrain，加大区块链、大数据、人工智能等创新技术的投入
Hundson Online	企业平台支撑
U+	以用户为中心的企业文化
合伙人计划	筹划推出多层次的合伙人计划，把公司建设成为在线的属于员工的平台

资料来源：公司官网，中银证券

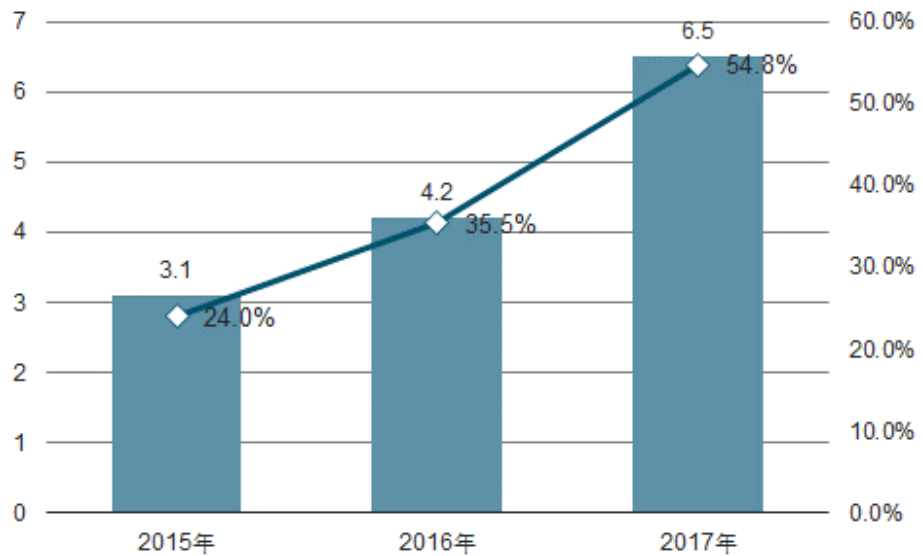
金融云市场是一个百亿级的新兴市场。Gartner 报告则显示，2016 年全球云计算市场规模是 2066 亿美元，金融云占据其中超过 20% 的份额，并在不断扩大中。中国市场方面，根据中国产业信息网数据，2015~2017 年国内金融云市场规模从 31.5 亿上升到 63 亿，2017 年增速超 45%；其中 PaaS 市场规模从 3.1 亿上升到 6.5 亿，2017 年增速约 55%。观研天下发布的《2018-2023 年中国金融行业市场现状规模分析及投资发展趋势研究报告》则预测 2020 年金融云市场有望达 209 亿元，并且 2016~2020 年 CAGR 为 35%。

图表 21. 2015~2017 年中国金融云整体市场规模（亿元）



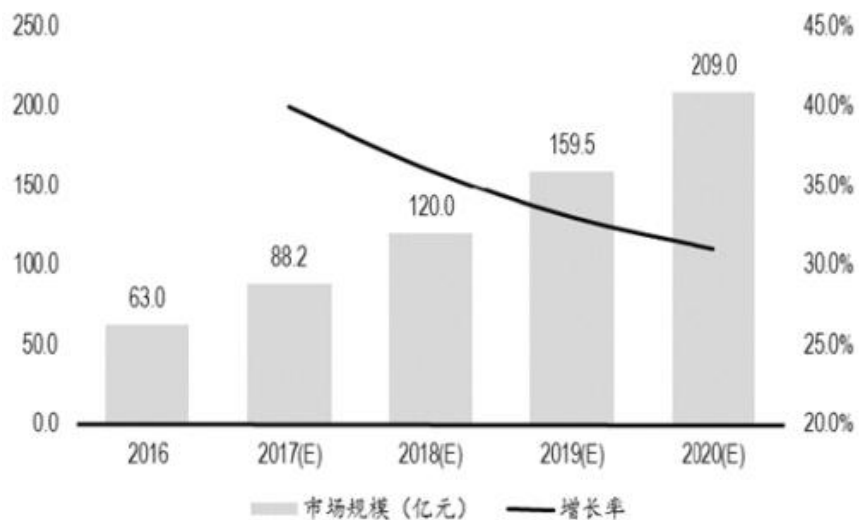
资料来源：中国产业信息网，中银证券

图表 22. 2015~2017 年中国金融云 PaaS 市场规模 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 中银证券

图表 23. 2017~2020 年中国金融云市场规模预测



资料来源: 观研天下, 中银证券

云平台的一个潜在挑战在管理和监管方面, 但政策鼓励仍是大方向。由于云计算自身的特征, 一个平台可以接纳来自不同的远程客户请求。这些请求的鉴权等管理主要是通过开通的用户账号进行, 因此系统对账号的使用者身份提出了要求。如果由 IT 系统平台商在公有云层面去负责管理账号和资产, 则和当前国内投资者的监管职责归属不一致。因此, 当前的云平台更多是在金融机构私有云层面推进。

但是云计算作为一项先进技术, 能够提供集中式的管理入口、整合全局数据、提升网络可靠性和弹性、连通不同系统之间的接口, 长期来看, 在设计完善监管体系的基础上, 政策端有望推动金融上云的进程。

国务院 2015 年出台的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中, 探索推进互联网金融云服务平台建设。



2016年，原银监会出台了《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见》，表示探索构建私有云平台，形成资源弹性供给、灵活调度和动态计量的私有云平台；联合开展面向银行业的公共云平台规划和建设，形成公共基础设施、公共接口、公共应用等一批技术公共服务；银行业应稳步实施架构迁移，到“十三五”末期，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%。

2018年4月13日，全国标准化技术委员会就《云计算技术金融应用规范技术架构》《云计算技术金融应用规范安全技术要求》《云计算技术金融应用规范容灾》等行业标准公开征求意见。并且在8月15日，由中国人民银行正式发布了三项标准。

阿里云为公司云服务提供助力。公司股东阿里系在云计算平台方面实力雄厚。蚂蚁金服和阿里云在2016年推出“蚂云计划”，目标是未来能为全球5万家金融机构提供云计算服务。

我们认为，云产品能够从产品和商业模式两个层面为金融IT企业带来新的活力。在完善金融监管的层面上，金融创新的适度放开将有望助推公司进入全新阶段。

积极政策叠加，助推金融上升周期成型

传统金融业务增长的驱动因素

公司传统金融 IT 系统业务具有周期性，和金融行业特别是证券行业的景气度耦合性较高。如果当前时点处于上升周期，则意味着业绩获得快速增长的可能性增大。

总的来看，公司业务的增长来源于整体金融机构需求的增长，主要包括**内生需求的产品、政策催生的产品、新客户的产生或变更、新技术带动的产品升级和客户差异化定制需求**等。

细分来看，由于公司面向金融机构提供全领域软件产品，因此不同业务线增长所受的驱动因素有所不同。

图表 24. 部分产品线增长的驱动因素

业务线	驱动因素
经纪业务	证券市场交易量—证券公司营收—IT 投入
资管业务	资管规模—机构数量—客户数量
交易所业务	金融制度创新—新的交易系统
银行业务	金融制度创新—银行新业务资格放开
信托业务	信托信息化渗透率—新的 IT 系统

资料来源：公司官网，中银证券

客户的自然增长。根据天天基金网引用深圳商报消息，截至 2018 年 9 月，国内公募资管机构达到 139 家，待批复的基金公司达到 46 家。截至 10 月 26 日，今年已有 11 家基金公司获批，个人系公募基金公司占 7 家。相比私募基金数量存在波动，公募基金机构数量一般保持稳定上升。

银行理财子公司。中国银行、农业银行、建设银行和工商银行近日陆续公告，分别拟出资不超过 100 亿、120 亿、150 亿和 160 亿元，发起设立理财有限责任公司，业务为面向社会公众公开发行理财产品，对受托的投资者财产进行投资和管理等。加上已经宣布设立理财子公司的 15 家商业银行，合计最高出资资本金已经达 1120 亿。

图表 25. 商业银行拟设立理财子公司情况

银行	注册资本 (亿)	注册地	非保本理财规模 (亿)	公告时间
招商银行	50	优先深圳	19,902	3月
华夏银行	50	未披露	5,099	4月
北京银行	暂未披露	未披露	3,393	4月
宁波银行	10	未披露	2,034	5月
交通银行	80	上海	8,599	5月
光大银行	50	未披露	6,894	6月
平安银行	50	未披露	4,841	6月
南京银行	20	未披露	3,101	6月
民生银行	50	未披露	8,185	6月
广发银行	50	未披露	2,752	7月
兴业银行	50	未披露	10,499	8月
浦发银行	100	上海	13,875	8月
杭州银行	10	未披露	1,752	8月
徽商银行	20	北、上、深、合肥或海南自贸区	920	10月
中国银行	100	北京	10,609	11月
建设银行	150	深圳	15,990	11月
农业银行	120	深圳	15,083	11月
工商银行	160	未披露	25,801	11月
合计	1,120		159,329	

资料来源：国际金融报，中银证券

金融开放与创新产生新增系统需求

金融行业受政策影响非常显著，金融创新和金融开放都会对金融 IT 系统的需求产生正面刺激。随着金融行业逐渐成熟，金融创新的政策正在转向稳健而积极的局面。

2019 年内可以预见的系统性新机会包括科创板、沪伦通、CDR、资管新规等。

科创板：2018 年 11 月 5 日习近平在首届中国国际进口博览会开幕式发表了主旨演讲，表示将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。随后，证监会、财政部、上交所均作出了相应的政策安排。12 月 1 日，上交所召集会员理事、监事召开座谈会，就设立科创板并试点注册制集思广益，征求市场意见。之前，上交所已完成设立科创板并试点注册制的方案草案，将尽快综合此次座谈会及市场各方的意见建议对草案进行修订完善。

图表 26. 科创板六大政策要点

要点	内容
出发点	在上交所设立科创板是落实创新驱动和科技强国战略、推动高质量发展、支持上海国际金融中心和科技创新中心建设的重大改革举措，是完善资本市场基础制度、激发市场活力和保护投资者合法权益的重要安排。
定位	科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，将在盈利状况、股权结构等方面作出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包容性和适应性。
管理侧重	注册制的试点有严格的标准和程序，在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节都会更加注重信息披露的真实全面，更加注重上市公司质量，更加注重激发市场活力，更加注重投资者权益保护。
监管方针	证监会将指导上交所针对创新企业的特点，在资产、投资经验、风险承受能力等方面加强科创板投资者适当性管理，引导投资者理性参与。鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资，分享创新发展成果。
筹划安排	证监会和上交所将依据国家有关法律法规和政策，抓紧完善科创板的相关制度规则安排，特别是借鉴国际成功经验，完善上市公司信息披露，把握好试点的力度和节奏。
相关宗旨	继续推动长期增量资金入市，严厉打击欺诈发行等违法违规行为，强化中介机构责任，促进资本市场平稳健康发展。

资料来源：证监会，上交所，中银证券

沪伦通：即沪伦通存托凭证。沪伦通是基于上交所和伦敦证券交易所（“伦交所”）的互联互通机制，符合条件的伦交所上市公司在上交所上市的中国存托凭证（CDR），以及符合条件的上交所公司在伦交所上市全球存托凭证（GDR）。

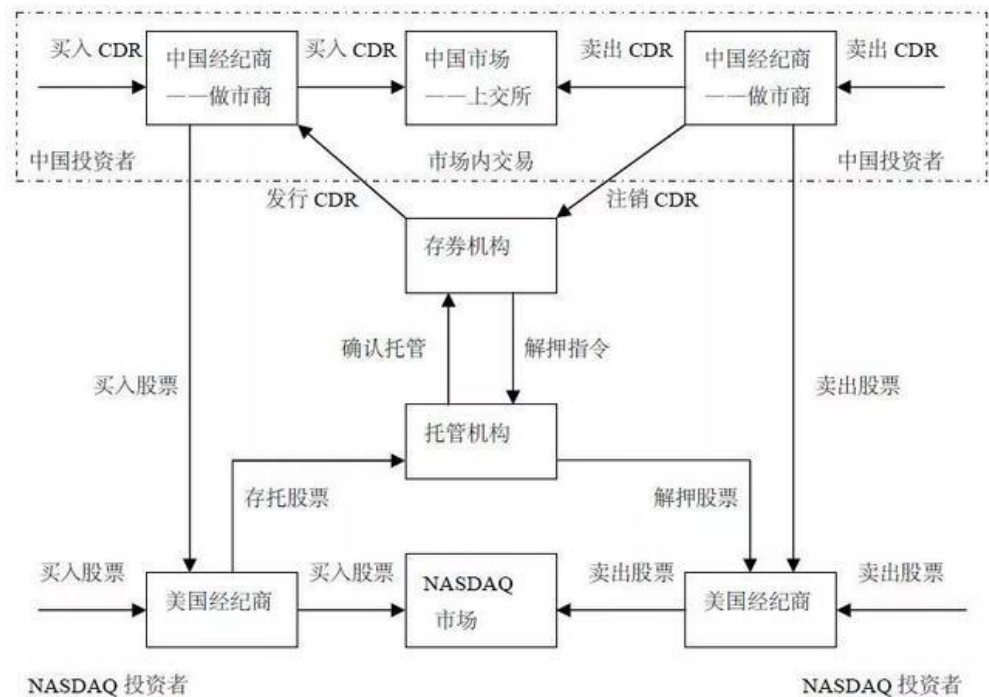
图表 27. CDR 五大制度要点

要点	内容
非融资型 CDR	突显 CDR 的交易功能
融合交易制度	竞价和做市结合
特殊涨跌幅制度	10%+特殊情况下放宽涨跌幅限制
人民币交易	简单方便
跨境转换	CDR 可与境外基础股票进行互相转换

资料来源：上交所，中银证券

CDR：即中国存托凭证（China Depository Receipt），沪伦通产品以 CDR 为基础。2018 年 3 月 CDR 推出后，受国内外经济环境因素影响，未能在短期内落地，可能会结合沪伦通的机会实施。

图表 28. 一种 CDR 交易机制设计



资料来源：券商中国，中银证券

资产新规影响：2017 年 11 月一行三会就《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）公开征求意见；2018 年 4 月，资管新规正式落地；7 月，央行发布资管新规细则。对金融 IT 需求的影响方面，资管新规既催生了银行理财子公司等新客户的成立，也对已有系统的升级以及智能投顾等创新产品的监管带来的新需求。

行业成熟加速弥合中外市场差距

2018年4月10日，习近平在博鳌亚洲论坛2018年年会上宣布中国将大幅放宽包括金融业在内的市场准入。4月11日，中国人民银行行长易纲表示，央行和各金融监管部门正抓紧落实，遵循三条原则推进金融业对外开放：（1）准入前国民待遇和负面清单原则；（2）金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合；（3）在开放的同时要重视防范金融风险，要使金融监管能力与金融开放度相匹配。

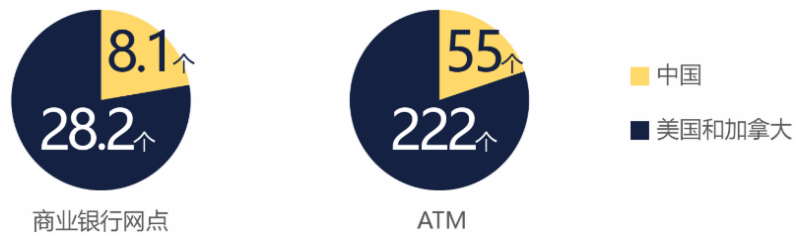
图表 29. 六项金融业开放措施

要点	内容
银行外资持股比例限制	取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁；允许外国银行在中国境内同时设立分行和子行
其他金融机构外资持股比例限制	将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限
合资券商股东限制	不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国证券公司
打通香港市场	为进一步完善中国内地与中国香港两地股票市场互联互通机制
保险代理公估准入	允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务
保险经纪业务范围放开	放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致

资料来源：中国人民银行，中银证券

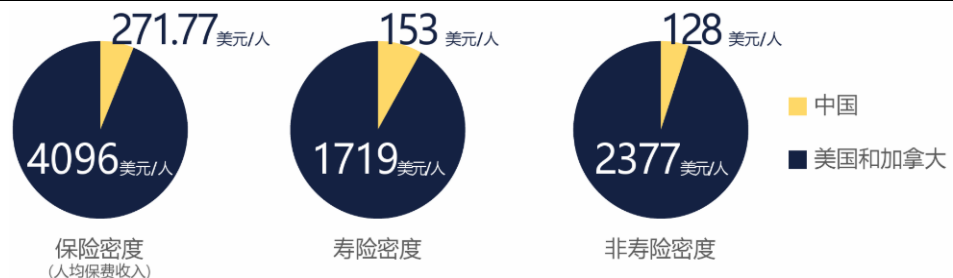
中国金融市场的逐步开放将为中国金融机构的信息化程度带来显著提升。以中美市场为例，两国金融科技发展的共同问题是传统金融服务不足，但中国在基础设施方面不足程度更高（如金融设施、保险覆盖、征信等）。

图表 30. 2014 年每 10 万人享有银行设施数量



资料来源：零壹智库，中银证券

图表 31. 2015 年中美两国保险密度



资料来源：零壹智库，中银证券

图表 32. 中外公司在资金端创新比较



资料来源：创新工场，中银证券

图表 33. 中外公司在金融资产端创新比较



资料来源：创新工场，中银证券

我们认为，金融开放将促使我国金融机构更加重视 IT 系统与金融科技领域的投入，也将带动监管科技水平的提升。

投资建议与风险提示

盈利预测

基本假设：（1）公司议价能力强，产品价格保持稳定或小幅提升；（2）下游客户数量稳步增长，细分领域客户不出现大幅波动；（3）政策带动的新增系统软件研发顺利，并能在一年周期内交付。

图表 34. 公司分板块拆解业务预测

(人民币: 百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
软件销售				
收入	2,577.89	3,299.70	4,784.56	6,459.16
YOY	24.80%	28.00%	45.00%	35.00%
成本	24.90	26.40	37.80	50.38
毛利	2,552.99	3,273.30	4,746.77	6,408.78
毛利率	99.03%	99.20%	99.21%	99.22%
硬件				
收入	44.42	57.75	70.45	84.54
YOY	1.23%	30.00%	22.00%	20.00%
成本	39.03	51.97	63.05	75.41
毛利	5.39	5.77	7.40	9.13
毛利率	12.13%	10.00%	10.50%	10.80%
集成				
收入	12.33	11.71	11.48	11.71
YOY	-10.39%	-5.00%	-2.00%	2.00%
成本	9.94	9.96	9.64	9.84
毛利	2.39	1.76	1.84	1.87
毛利率	19.38%	15.00%	16.00%	16.00%
其他(行业)				
收入	26.23	30.16	34.39	38.51
YOY	-36.57%	15.00%	14.00%	12.00%
成本	15.47	12.07	13.07	13.48
毛利	10.76	18.10	21.32	25.03
毛利率	41.02%	60.00%	62.00%	65.00%
其他				
收入	5.25	5.78	6.35	6.99
YOY	-6.75%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.41	0.58	0.64	0.70
毛利	4.84	5.20	5.72	6.29
毛利率	92.19%	90.00%	90.00%	90.00%
主营收入合计	2,666.12	3,405.10	4,907.23	6,600.91
YOY	22.85%	27.72%	44.11%	34.51%
毛利润	2,576.37	3,304.13	4,783.04	6,451.11
毛利率	96.63%	97.03%	97.47%	97.73%

资料来源: Wind, 中银证券

投资建议

按可比公司估值法，同行业公司 2018-2020 年平均估值水平为 36、27 和 21 倍，公司估值高于平均水平（图表 35），显示公司享受估值溢价。从公司估值增速匹配度分析（图表 36），可见公司 PEG 在 2019 年后为 1.0 左右，即增长消化了溢价部分。而我们认为基于公司龙头地位及增长确定性的溢价应维持，因此维持公司 **买入** 评级。

图表 35. 可比公司市盈率对比

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
长亮科技*	300348.SZ	21.15	0.41	0.58	0.84	52	36	25
金证股份*	600446.SH	10.51	0.39	0.56	0.71	27	19	15
顶点软件*	603383.SH	31.65	0.92	1.05	1.20	34	30	26
赢时胜*	300377.SZ	12.04	0.39	0.55	0.73	31	22	16
久远银海*	002777.SZ	24.28	0.69	0.89	1.15	35	27	21
平均值						36	27	21
恒生电子	600570.SH	55.83	0.94	1.32	1.77	59	42	32

资料来源: Wind, 中银证券

注: 截止最新交易日, 标*股票采用 Wind 一致性预测

图表 36. 公司增速估值匹配表

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.76	0.94	1.32	1.77
增速		23.52%	40.43%	33.69%
PE	73	59	42	32
PEG		2.45	1.01	0.91

资料来源: Wind, 中银证券

风险提示

- 1、金融创新力度收紧。**在上市公司、投资机构等市场参与者遵纪守法、合理开展业务时, 管理层倾向于推动金融创新; 反之, 则可能阶段性收紧金融创新尺度。金融创新的力度影响到公司推广新技术和新产品的空间。
- 2、创新产品需求不及预期。**AI、云等创新产品处于发展早期, 下游客户目前还未能普遍明确自身需求, 公司的产品和服务成熟还需要时间打磨, 存在短期内不能满足客户需求的风险。
- 3、恒生网络监管风险。**公司子公司恒生网络因云业务收到监管层处罚, 在保护公司和投资者利益原则上, 公司将依法遵守相关处理结果。处罚金额已在早先公告中计提, 但具体处理措施存在不确定性风险。



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,170	2,666	3,405	4,907	6,601
销售成本	(141)	(134)	(157)	(208)	(264)
经营费用	(1,953)	(2,438)	(2,787)	(4,035)	(5,446)
息税折旧前利润	77	95	460	664	890
折旧及摊销	(49)	(60)	(82)	(92)	(103)
经营利润(息税前利润)	27	34	378	572	788
净利息收入/(费用)	1	1	2	6	10
其他收益/(损失)	(88)	433	215	258	309
税前利润	(60)	468	595	836	1,107
所得税	8	(35)	(59)	(85)	(102)
少数股东权益	(71)	(38)	(47)	(66)	(88)
净利润	18	471	582	817	1,093
核心净利润	18	472	582	817	1,093
每股收益(人民币)	0.030	0.763	0.942	1.323	1.769
核心每股收益(人民币)	0.030	0.763	0.942	1.323	1.769
每股股息(人民币)	0.100	0.290	0.358	0.503	0.672
收入增长(%)	(2)	23	28	44	35
息税前利润增长(%)	(90)	25	998	51	38
息税折旧前利润增长(%)	(75)	23	387	44	34
每股收益增长(%)	(96)	2,476	24	40	34
核心每股收益增长(%)	(96)	2,478	23	40	34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(60)	468	595	836	1,107
折旧与摊销	49	60	82	92	103
净利息费用	(1)	(1)	(2)	(6)	(10)
运营资本变动	550	460	(649)	2,152	(777)
税金	(63)	(73)	(59)	(85)	(102)
其他经营现金流	(36)	(110)	210	(139)	1
经营活动产生的现金流	440	805	176	2,849	321
购买固定资产净值	(6)	101	69	72	89
投资减少/增加	111	(285)	0	0	0
其他投资现金流	(597)	(496)	(138)	(135)	(175)
投资活动产生的现金流	(492)	(680)	(68)	(64)	(86)
净增权益	(62)	(179)	(221)	(311)	(415)
净增债务	0	0	456	(456)	0
支付股息	62	179	221	311	415
其他融资现金流	91	37	(426)	(304)	(405)
融资活动产生的现金流	91	37	31	(761)	(405)
现金变动	39	161	139	2,025	(170)
期初现金	303	343	500	639	2,664
公司自由现金流	(52)	124	108	2,786	235
权益自由现金流	(53)	123	562	2,323	225

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	343	500	639	2,664	2,493
应收帐款	300	249	497	605	823
库存	52	45	53	78	77
其他流动资产	12	10	10	18	15
流动资产总计	2,361	2,990	2,916	5,225	5,329
固定资产	340	366	343	307	267
无形资产	23	123	135	155	184
其他长期资产	770	864	1,122	1,215	1,363
长期资产总计	1,132	1,353	1,601	1,676	1,814
总资产	4,548	5,852	5,856	8,116	8,191
应付帐款	50	43	51	78	72
短期债务	0	0	456	0	0
其他流动负债	1,906	2,440	1,857	4,118	3,606
流动负债总计	1,956	2,484	2,364	4,197	3,679
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	75	83	99	86	89
股本	618	618	618	618	618
储备	1,639	2,218	2,610	3,116	3,793
股东权益	2,257	2,836	3,227	3,734	4,411
少数股东权益	117	213	166	100	12
总负债及权益	4,548	5,852	5,856	8,116	8,191
每股帐面价值(人民币)	3.65	4.59	5.22	6.04	7.14
每股有形资产(人民币)	3.62	4.39	5.00	5.79	6.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.56)	(0.81)	(0.29)	(4.31)	(4.04)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.5	3.5	13.5	13.5	13.5
息税前利润率(%)	1.3	1.3	11.1	11.7	11.9
税前利润率(%)	(2.8)	17.6	17.5	17.0	16.8
净利率(%)	0.8	17.7	17.1	16.7	16.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	1,885.7	73.2	59.3	42.2	31.6
核心业务市盈率(倍)	1,885.7	73.1	59.3	42.2	31.6
市净率(倍)	15.3	12.2	10.7	9.2	7.8
价格/现金流(倍)	78.4	42.9	195.7	12.1	107.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	444.2	359.5	74.5	47.9	35.9
周转率					
存货周转天数	143.2	131.7	113.2	114.3	106.8
应收帐款周转天数	45.4	37.5	40.0	41.0	39.5
应付帐款周转天数	9.5	6.4	5.1	4.8	4.2
回报率					
股息支付率(%)	337.8	38.0	38.0	38.0	38.0
净资产收益率(%)	0.8	18.5	19.2	23.5	26.8
资产收益率(%)	0.6	0.6	5.8	7.4	8.8
已运用资本收益率(%)	0.2	4.3	4.2	5.3	6.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371