



计算机/信息技术

中科金财 (002657)

首次覆盖

锦上添花, 互联网银行王者之势再彰显

评级: 增持

——中科金财首次覆盖报告

目标价格: 72.00

当前价格: 60.38

2015.07.13

符健 (分析师)

010-59312839

fujian@gtjas.com

证书编号 S0880515040001

本报告导读:

上半年净利润高速增长近 200%, 全年业绩可期; 与中航资本谋求共赢, 互联网金融业务如虎添翼; 受益军工资产证券化, 有望为平台引入千亿级优质资产。

投资要点:

- **首次覆盖, 给予增持评级。**预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.63/0.85/1.20 元, 增速为 156%、36%、41%。同类公司 2015 年平均 PE 为 159 倍, 考虑公司互联网银行业务尚未贡献业绩, 给予一定估值折价, 对应目标价 72 元, 增持评级。
- **上半年净利润高速增长近 200%, 全年业绩可期。**公司发布 15 年半年度业绩预告, 实现净利润 7990 万元至 8878 万元, 同比增长 170% 至 200%。此次业绩预告较一季报的预计有所上升, 原因系金融领域相关业务较预期有所增长, 且确认了对安粮期货的投资收益。预计公司全年业绩有望超出市场的一致预期。
- **与中航资本谋求共赢, 互联网金融业务如虎添翼。**公司与中航资本签署战略合作协议, 双方将充分发挥中航的金融“全牌照”、产业优势及公司的互联网金融资源整合优势, 以互联网平台为依托: 1) 实现各类金融机构及产业间资金的对接, 如信托产品销售等; 2) 以航空产业链为基础开展供应链金融等相关金融服务。此外, 双方还将积极谋求股权合作, 我们判断未来的股权合作有望围绕互联网金融资产交易展开。牵手中航资本, 进一步完善了公司互联网金融布局。
- **受益军工资产证券化, 有望为平台引入千亿级优质资产。**中航工业集团资产近 8000 亿元, 14 年资产证券化率为 55%, 集团的资产证券化目标为 80% 以上, 即至少还有 2000 亿待整合资产。作为中航工业主要的资产证券化平台, 中航资本能够优先接入集团的各产业板块, 与中科金财合作, 有望为平台引入千亿级优质资产。
- **风险提示:** 依赖重大客户的风险, 互联网金融创新业务推广不及预期

交易数据

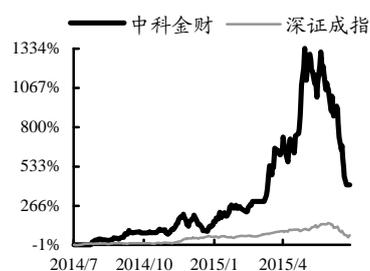
52 周内股价区间 (元)	28.55-186.00
总市值 (百万元)	19,139
总股本/流通 A 股 (百万股)	317/165
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	52%
日均成交量 (百万股)	936.49
日均成交值 (百万元)	1126.12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,511
每股净资产	4.77
市净率	12.7
净负债率	-17.68%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.01	0.06
Q2	0.08	0.17
Q3	0.03	0.13
Q4	0.12	0.27
全年	0.25	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-58%	-29%	408%
相对指数	-26%	-15%	341%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,023	1,098	1,394	1,784	2,230
(+/-)%	96%	7%	27%	28%	25%
经营利润 (EBIT)	44	69	185	263	381
(+/-)%	-16%	58%	167%	43%	45%
净利润	56	78	199	271	381
(+/-)%	-12%	39%	156%	36%	41%
每股净收益 (元)	0.18	0.25	0.63	0.85	1.20
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.3%	6.3%	13.2%	14.8%	17.1%
净资产收益率 (%)	8.0%	5.2%	11.9%	14.2%	16.9%
投入资本回报率 (%)	8.8%	6.5%	25.1%	34.9%	40.2%
EV/EBITDA	97.8	102.2	59.5	42.3	29.7
市盈率	492.0	354.7	138.4	101.9	72.3
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.07.12

股票研究

信息科技
计算机

中科金财 (002657)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 72.00

当前价格: 60.38

2015.07.12

公司网址

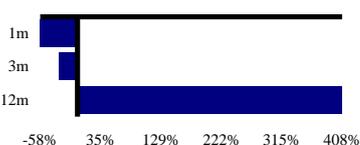
www.sinodata.net.cn

公司简介

公司是国内政府、银行用户领域领先的IT综合服务提供商。

主营业务为应用软件开发、技术服务及相关的计算机信息系统集成服务。

绝对价格回报 (%)

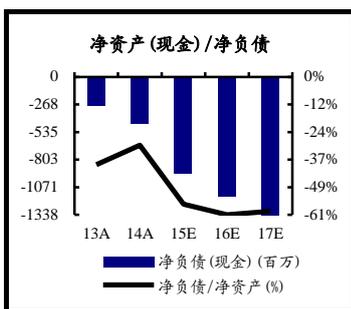
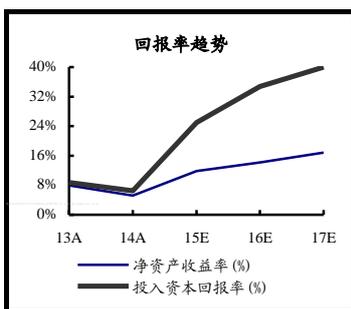
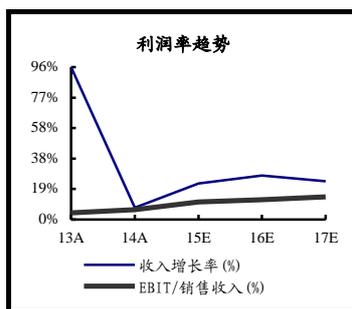
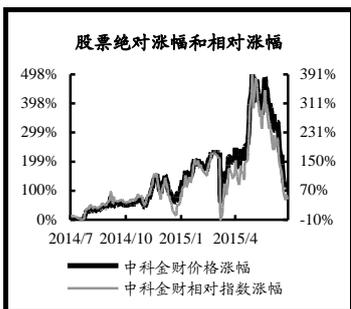


52 周价格范围 28.55-186.00

市值 (百万) 19,139

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,023	1,098	1,394	1,784	2,230
营业成本	755	831	925	1,165	1,439
税金及附加	3	3	4	5	7
销售费用	40	25	43	48	64
管理费用	180	170	237	303	340
EBIT	44	69	185	263	381
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	5	5	5
财务费用	16	17	0	0	0
营业利润	29	57	189	269	385
所得税	8	6	15	20	28
少数股东损益	0	1	3	4	6
净利润	56	78	199	271	381
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	540	692	1,178	1,403	1,583
其他流动资产	95	113	0	0	0
长期投资	0	52	52	52	52
固定资产合计	82	109	93	66	45
无形及其他资产	138	814	441	557	696
资产合计	1,368	2,337	2,555	2,852	3,569
流动负债	380	562	641	693	1,051
非流动负债	279	271	239	241	244
股东权益	704	1,501	1,669	1,907	2,257
投入资本(IC)	438	999	685	704	883
现金流量表					
NOPLAT	38	65	172	246	355
折旧与摊销	46	61	31	35	39
流动资金增量	18	170	-185	70	-61
资本支出	-75	-52	387	-99	-126
自由现金流	28	243	405	252	206
经营现金流	150	242	126	349	330
投资现金流	-169	-299	392	-93	-121
融资现金流	143	208	-31	-30	-29
现金流净增加额	125	151	486	226	179
财务指标					
成长性					
收入增长率	96.1%	7.4%	26.9%	28.0%	25.0%
EBIT 增长率	-16.4%	58.1%	166.5%	42.6%	44.6%
净利润增长率	-11.6%	38.7%	156.3%	35.9%	40.9%
利润率					
毛利率	26.1%	24.3%	33.6%	34.7%	35.5%
EBIT 率	4.3%	6.3%	13.2%	14.8%	17.1%
净利润率	5.5%	7.1%	14.3%	15.2%	17.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.0%	5.2%	11.9%	14.2%	16.9%
总资产收益率(ROA)	4.1%	3.3%	7.8%	9.5%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	8.8%	6.5%	25.1%	34.9%	40.2%
运营能力					
存货周转天数	163	176	194	177	182
应收账款周转天数	14	16	22	17	18
总资产周转天数	426	616	641	553	525
净利润现金含量	2.68	3.12	0.63	1.29	0.86
资本支出/收入	7%	5%	-28%	6%	6%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	35.6%	34.4%	32.7%	36.3%
净负债率	-38.7%	-30.2%	-56.2%	-60.9%	-59.3%
估值比率					
PE	492.0	354.7	138.4	101.9	72.3
PB	12.9	9.2	8.3	7.2	6.1
EV/EBITDA	97.8	102.2	59.5	42.3	29.7
P/S	8.9	12.5	9.9	7.7	6.2
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%



目 录

1. 国内领先的银行 IT 解决方案商	4
2. 互联网金融	5
3. 携手中航资本, 互联网金融业务加速推进	6
4. 盈利预测	8
5. 风险提示	10

1. 国内领先的银行 IT 解决方案商

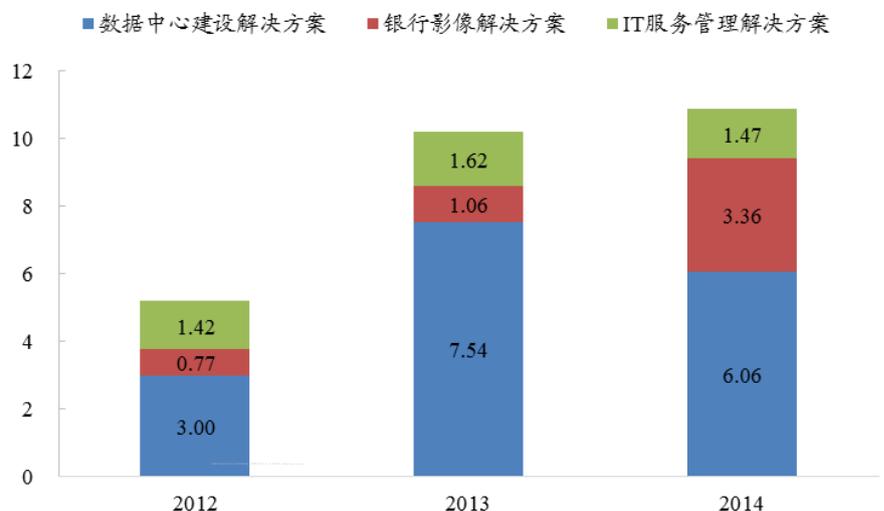
公司是国内领先的银行 IT 解决方案提供商, 主要产品为数据中心建设解决方案、银行影像解决方案、IT 服务管理解决方案。中科金财目前在智能银行市场、银行影像市场、票据自助处理市场、流程银行市场、银行印鉴识别市场、手机银行市场、银行电子商务、IT 服务管理等领域均位居前列。

图 1: 公司定位于领先的银行 IT 解决方案提供商



数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 银行影像解决方案收入占比增长迅速 (亿元)



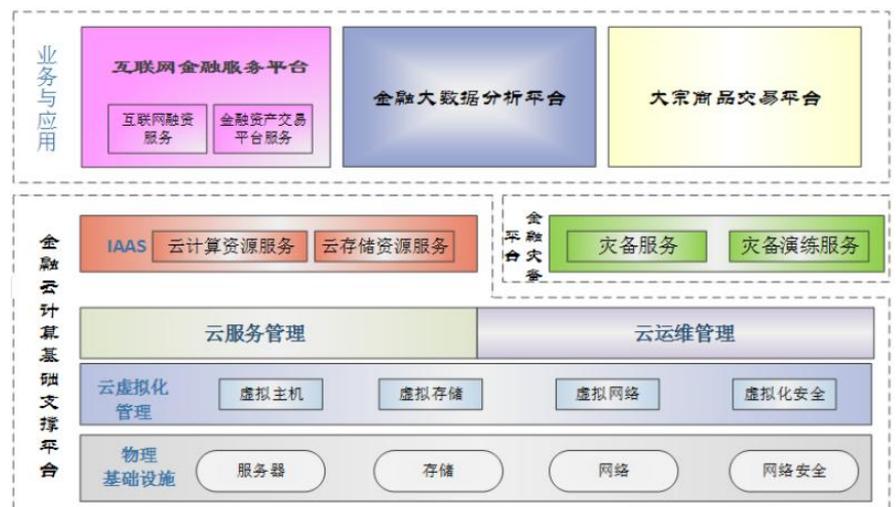
数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

丰富的客户资源和行业经验，为开展互联网金融业务奠定基础。公司长期以来为 150 多家商业银行及客户提供智能银行及互联网转型综合服务，拥有工商银行、中国银行、建设银行、交通银行、中国银联、中信银行、华夏银行、民生银行多家高端银行客户，能够为银行客户提供包括管理咨询、业务流程再造、多渠道整合、网点转型、流程再造、移动支付运营外包、数据中心建设、大数据分析、自助网点运营外包、金融互联网运营外包等全业务链的综合服务。丰富的行业经验，使公司能够深刻地理解中小商业银行在利率市场化、资产证券化转型过程中的需求，为公司开展互联网金融业务奠定重要基础。

2. 互联网金融时代的弄潮儿

互联网银行云平台，以中小银行为目标群体。目前资产规模在 3000 亿元以下的银行约 3000 家，其中约 2000 家没有同业业务，约 1500 家没有信用卡业务。这些中小银行业务非常单一，在利率市场化后将首先受到冲击。公司的中小银行云平台，能够以第三方的身份整合资源，拓宽中小银行的投融资渠道，从而构建一个互联网银行的生态圈。

图 3: 公司的互联网金融云中心



数据来源：公司公告

互联网金融资产交易平台，打开想象空间。公司增资安粮期货，后者具有或正在申请金融资产交易所、资产管理、新三板、风险管理、期权、基金销售等创新业务资格，与中科金财的互联网金融战略高度协同。资产交易平台和银行云平台对接后，上述创新业务资格将助力公司开展包括金融资产交易、资产管理、资产证券化、产业链融资、供应链融资、征信等互联网金融综合服务，助力各类机构提升金融资产处置的价值和效率。

互联网银行时代，竞争核心在优质客户和优质资产。公司定位第三方，致力于打造大资管在互联网银行生态圈。

1) **客户方面**: 掌握 150 多家优质中小银行客户。平台面向 3000 多家中小银行, 目前已有廊坊银行等入驻。

2) **资产方面**: 公司密集布局优质生息资产。一方面, 通过入股地方国有资产金融交易所, 实现国企资产证券化等优质资产卡位, 另一方面, 布局中关村互联网金融中心, 背靠海淀区科技企业 (14 年收入 1.44 万亿元), 可基于征信数据体系卡位优质信贷产品。

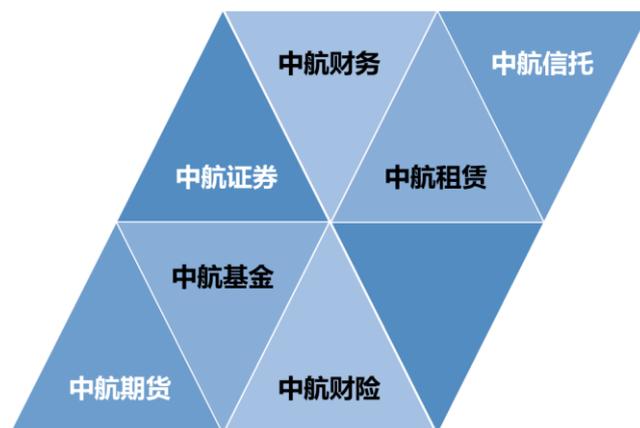
3) **公司战略推进和持续落地是大概率事件**。一方面, 定位第三方帮助中小银行转型, 另一方面在混改大背景下, 平台可间接帮助地方政府实现融资。公司打造的大资管互联网银行生态圈, 实现了利益格局的均衡。同时考虑公司一贯的战略执行力, 我们认为, 公司战略推进和持续落地是大概率事件。

3. 携手中航资本, 互联网金融业务加速推进

产融结合, 与中航资本谋共赢。公司于 2015 年 7 月 10 日发布公告, 与中航资本签署了《战略合作框架协议》, 双方将通过市场化合作和资本化运作, 积极促进产融结合和军民深度融合, 实现长期共赢。

中航资本, “全牌照”金融业务平台。中航资本隶属于中国航空工业集团公司, 是中航工业重要的金融平台, 其作用是发挥产融结合优势、探索航空产业发展模式, 业务领域涵盖金融产业、航空产业和新兴产业。中航资本旗下拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等牌照, 同时通过收购和参股的方式涉足银行业、寿险业, 是国内唯一一家有实业背景的金融控股 A 股上市公司。

图 4: 中航资本定位于 “全牌照” 金融业务平台

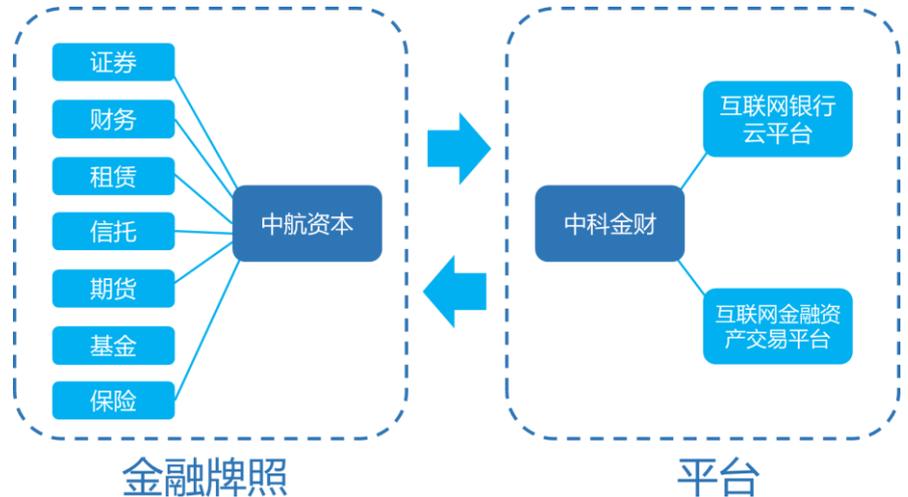


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

强强联合, 探索产融结合与互联网金融发展之道。中航资本的优势首先在于各种类金融牌照, 掌握金融业务工具, 此外其背靠中航工业丰富的产业资本; 而中科金财的优势在于开展金融业务的平台, 即互联网银行云平台 and 互联网金融资产交易平台。

以互联网平台为依托，促进金融资源的对接与共享。具体合作方式上，有望以中科金财的互联网平台为依托：1) 实现各类金融机构及产业间资金的对接，如信托产品销售等；2) 挖掘新兴产业投融资机会；3) 以航空产业链为基础开展供应链金融等相关金融服务。

图 5：以互联网平台为依托，促进金融资源的对接与共享

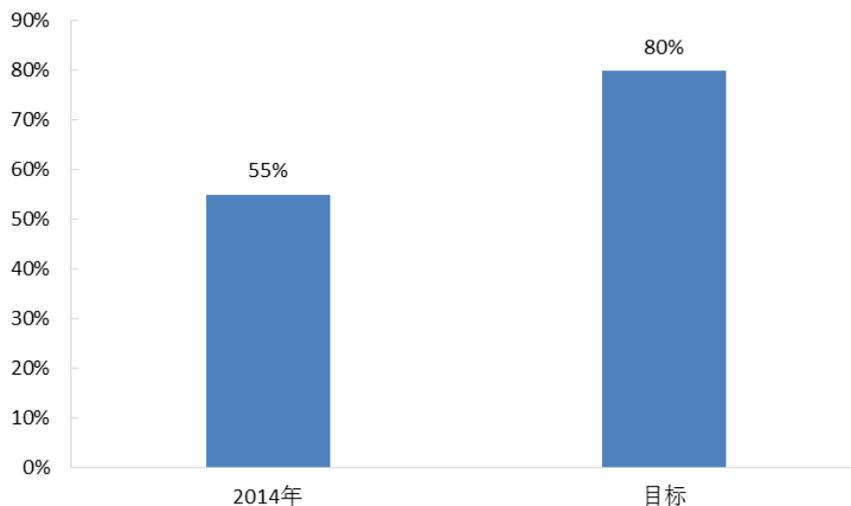


数据来源：国泰君安证券研究

新金融领域的股权合作，有望共建互联网金融资产交易中心。根据公司公告，双方还将积极探索在金融资产交易所、公募基金、互联网金融公司等新的金融领域开展股权、业务合作。基于双方的优势，未来的股权合作有望围绕互联网金融资产交易平台展开，中航资本雄厚的金融、产业实力将为平台提供资金保障、业务能力，并输送产业客户资源。

受益军工资产证券化，有望为平台引入千亿级优质资产。根据中航工业官网披露的信息，截至 2014 年中航工业资产证券化率已接近 55%，而集团的转型目标是实现 80% 以上的资产和业务证券化，并最终实现整体上市，这意味着中航工业还存在至少四分之一的整合空间。中航工业集团资产接近 8000 亿元，即待整合资产达 2000 亿元。作为中航工业主要的资产证券化平台，中航资本能够优先接入集团的各产业板块，与中科金财合作，有望为平台引入千亿级优质资产。

图 6：中航工业资产证券化率有望达到 80%



数据来源: 中航工业官网、国泰君安证券研究

锦上添花, 互联网银行王者之势再度彰显。与中航资本的合作有助于公司在互联网银行、资产管理、资产证券化、产业链融资、供应链融资等领域的业务开展, 符合公司长远发展的战略定位。

4. 盈利预测

我们认为对于公司未来成长性的预测重在把握智能银行解决方案的收入贡献以及互联网银行云平台及互联网金融资产交易业务的发展进程。

基于公司客户和资产前期卡位, 和公司一贯的较强执行力, 我们认为互联网银行云平台和金融资产交易平台的布局有望在明后两年贡献规模实质性利润。基于此, 我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为: 2.02 亿元、2.75 亿元、3.87 亿元, 对应 EPS 分别为: 0.63 元、0.85 元、1.20 元。

表 1: 公司盈利预测 (百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	522	1,023	1,098	1,394	1,784	2,230
增长率	13.7%	96.1%	7.4%	26.9%	28.0%	25.0%
营业成本	-288	-755	-831	-925	-1,165	-1,439
%销售收入	55.3%	73.9%	75.7%	66.4%	65.3%	64.5%
毛利	233	267	267	469	619	791
%销售收入	44.7%	26.1%	24.3%	33.6%	34.7%	35.5%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-4	-5	-7
%销售收入	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-40	-40	-25	-43	-48	-64
%销售收入	7.6%	3.9%	2.2%	3.1%	2.7%	2.9%
管理费用	-137	-180	-170	-237	-303	-340
%销售收入	26.3%	17.6%	15.5%	17.0%	17.0%	15.2%
息税前利润 (EBIT)	52	44	69	185	263	381
%销售收入	10.0%	4.3%	6.3%	13.2%	14.8%	17.1%
财务费用	1	-16	-17	0	0	0

%销售收入	-0.1%	1.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	5	5	5	5
%税前利润	0.0%	1.5%	5.6%	2.2%	1.8%	1.2%
营业利润	52	29	57	189	269	385
营业利润率	10.0%	2.8%	5.2%	13.5%	15.1%	17.3%
营业外收支	17	36	27	28	26	30
税前利润	69	64	85	217	295	415
利润率	13.3%	6.3%	7.7%	15.5%	16.5%	18.6%
所得税	-9	-8	-6	-15	-20	-28
所得税率	12.8%	12.4%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
净利润	60	56	79	202	275	387
少数股东损益	-3	0	1	3	4	6
归属于母公司的净利润	63	56	78	199	271	381
净利率	12.1%	5.5%	7.1%	14.3%	15.2%	17.1%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司作为银行业互联网转型的绝对领军企业, 未来必将在银行及其客户互联网转型过程中获得更大的成长空间, 同时, 互联网银行云服务平台及互联网金融资产交易平台对公司业绩未来也会产生巨大促进作用, 其估值可参照 A 股其他类似公司, 如金证股份、恒生电子、长亮科技、安硕信息、同花顺、东方财富、赢时胜等。

表 2: 可比公司 PE 比较 (来源于 wind 一致预期)

公司名称	收盘价		EPS			PE				CAGR	PEG	市值
	2015/7/10	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	14-17	-2015	亿元
恒生电子	73.52	0.58	0.77	1.05	1.41	126.8	95.5	70.2	52.1	34.5%	2.8	454
东方财富	55.65	0.14	0.47	0.93	1.62	397.5	117.6	59.6	34.3	126.2%	0.9	946
同花顺	82.28	0.22	0.69	1.28	1.49	374.0	118.6	64.1	55.4	89.0%	1.3	442
大智慧	12.14	0.05	0.20	0.31	0.39	242.8	59.6	39.3	30.8	99.0%	0.6	241
金证股份	101.55	0.49	0.79	1.11	1.51	207.2	129.1	91.2	67.4	45.4%	2.8	281
长亮科技	89.10	0.67	0.52	0.86	1.51	133.0	171.0	103.3	58.9	31.2%	5.5	126
赢时胜	187.77	0.42	0.53	0.67	1.11	447.1	353.9	280.0	169.0	38.3%	9.2	208
安硕信息	70.21	0.56	0.31	0.38	0.51	125.4	228.5	184.3	137.9	-	-	96
平均值	84.03	0.39	0.54	0.83	1.19	256.7	159.2	111.5	75.7	66.2%	3.3	349
中科金财	60.38	0.25	0.63	0.85	1.20	241.5	96.1	71.0	50.3	68.7%	1.4	191

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

根据 Wind 盈利一致预期, 公司无论是 2015 年 PE 还是 2015 年 PEG 都大幅低于行业可比公司。我们认为公司目前的估值折价主要源于市场对公司智能银行解决方案以及互联网银行云服务平台、互联网金融资产交易平台的认识不足造成。我们认为公司估值逐渐向行业 PE 估值水平靠拢是大概率事件。

公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.63 元、0.85 元、1.20 元, 行业可比公司 2015 年 PE 为 159 倍, 参考行业可比公司 PE, 公司股价应为 100 元。

行业可比公司 2015 年 PEG 为 3.3，参考行业可比公司 PEG，公司未来三年复合增速为 69%，则公司股价应为 143 元。

考虑公司互联网金融业务尚未贡献业绩，基于谨慎原则，给予公司一定的估值折价，目标价 72 元，首次覆盖给予增持评级。

5. 风险提示

对重大客户依赖的风险

公司 14 年前五大客户的销售金额占年总销售金额的 32%，如果大客户方面发生变动，可能对公司业绩产生较大影响。

互联网金融创新业务推广不及预期

公司金融资产交易、云银行、资产管理、资产证券化、征信、大数据、供应链融资等互联网金融创新业务的推进涉及到多方的合作，并受到监管层的影响，如果合作遇到困难，或审批流程较长，有可能会使该业务发展速度低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		