



计算机/信息技术

恒生电子 (600570)

恒生电子金融创新业务电话沟通会纪要

	魏兴耘 (分析师)	范国华 (研究助理)	袁煜明 (分析师)
	0755-23976213	021-38674925	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	fanguohua@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
证书编号	S0880511010010	S0880111080428	S0880511080003

本报告导读:

我们于5月4日组织了恒生电子金融创新业务电话交流

事件:

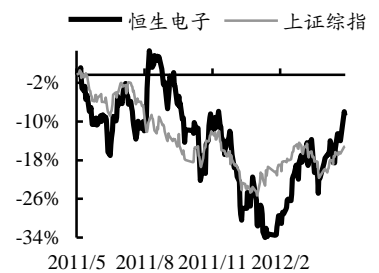
- 2012年5月4日,我们组织了恒生电子电话会议,公司董事长彭政纲先生、总经理方汉林先生,副总兼董秘童晨晖先生就金融创新业务、公司发展战略等投资者关心的议题进行讨论。与会机构共58个。

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	15.00
上次预测:	15.00
当前价格:	14.46
	2012.05.07

交易数据

52周内股价区间(元)	10.00-16.75
总市值(百万元)	9,019
总股本/流通A股(百万股)	624/624
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	3
日均成交值(百万元)	35

52周内股价走势图



相关报告

《证券行业快速增长 2.0 业务尚处拓展期》	2012.03.29
《公布股权激励草案 三年复合增长...》	2011.12.23
《证券基财保持增长 其他业务不佳致业...》	2011.10.28
《证券业务快速增长 2.0 业务培育中》	2011.08.29
《恒生电子 2010 年报电话沟通会纪要》	2011.03.23

股权激励计划事宜说明:

现在,公司员工非常期待的股权激励终于尘埃落定了。股权激励期权费用总的为 6139 万元,初步估计授权后第一年 2085 万元,第二年 1882 万元,第三年为 2173 万元。首次行权条件为公司 2012 年度扣非后净利润增长率不低于 20%,2013 年扣非后净利润增长率不低于 52%;2014 年扣非后净利润增长率不低于 100%。相当于扣除期权费用前,2012-2014 年,净利润要比 2011 年增长 30%、65%、112%。目前,我国资本市场创新较多,公司员工非常希望通过达成业绩目标后,行使股权获得收益。因此股权激励对于凝聚员工尤其是骨干员工的人心起到较大作用。公司行权条件并不低,公司股东、董事会和员工都希望能通过增加业务收入并降低费用实现业绩目标。

Q1. 金融创新对公司有什么影响？公司有哪些迎接金融创新的措施？

中长期来看，金融创新对公司有利。公司在过去 15 年做 1.0 业务，仅仅解决投资者怎么买卖金融产品的问题。金融创新开展后，金融产品交易品种会增多，比如高收益债等都会出来。金融创新中大部分创新业务都需要 IT 系统的支持，而这些很多新业务的 IT 系统是与原有的交易平台紧密结合的，不是独立的系统。而恒生在交易系统市场中占有比较大的市场份额，可以预期，这些创新业务的 IT 系统支持工作很多都会由公司来承担。

金融创新对公司不利的地方在于：业务创新思路太多，而这些创新业务不太可能一次性推出，可能是分批推出的。公司必须判断各项创新业务的推出时间，这对公司来说是一个挑战。公司需要不断的跟券商及监管部门沟通，以及时跟进，并合理分配资源，选择系统进行开发。

另外，开发系统需要公司投入人力物力，短期内要增加费用。目前，公司有些研发支出费用化了，而不是资本化，比如股指期货的软件，开发费用很多年前就发生了，但是近年才开始有产出。金融创新业务也需要公司预先投入。公司认为，证监会从提出业务创新到最终落实可能有一段时间。比如过去的融资融券，股指期货。这些创新业务最终肯定能给公司带来收益，但是什么时候实现收益有不确定性，但如果金融创新推出，则落地情况不用太担心。每年证监会都会推出一些新业务的。

这次金融创新的背景跟以往不同：这次是让券商进行业务创新，开拓更多的业务，而不是扩容。以前业务扩容，交易量越大要求运算能力越来越强。之前，融资融券、股指期货的推出并不是很快，这次证监会业务受理速度可能会比较快。金融创新首先对券商是利好。客户新增这么多业务，IT 系统会越来越复杂，未来玩家会越来越少，以后要 IT 系统不仅功能要越来越好，性能也要求越来越好。从证监会要大力发展机构投资者的角度来看，公司判断 5 年后的机构投资者有不少会通过电脑优选下单。比如有 50% 基金是通过电脑优选下单的。沪深 300ETF 就提出了这方面的需求。

为了抓住金融创新的机会，公司跟资本市场相关的事业部增大了投入。12 年公司要对业务进行精耕细作，人员及全部费用的增速比往年有所下降，但是控制费用的方法有所变化，有的业务会收缩，有的业务会停止。总体人员增长 15%-17%，而证券事业部人员可能还增长 20% 以上，基财事业部人员可能有 30% 左右的增长。公司这些投入是希望能够抓住资本市场创新的机会。

金融创新的基调是要大力发展机构投资者。公司的基财事业部就是为机构投资者，为买方提供各种解决方案的。公司将利用较好的客户基础，通过创新业务的增值模块来增加收入。如果公司对创新业务研究足够深入，投入到位，有可能通过新的创新模块和创新业务，获得比以前更大的优势。比如说，目前，公司在证券交易系统市场占有率是 50% 左右，如果创新业务系统市场占有率超过 50%，反过来可能扩大公司原有基础系统的占有率。公司希望通过在创新业务上的大力投入及对业务深入研究，确保公司已有业务的市场占有率不被侵蚀，并进一步增强市场地位。公司如果能够对创新业务的推出时间，以及创新业务的轻重缓急准确判断，有效投入增量资源，则能实现最高的投入产出比。

目前公司在卖方这块业务，尚未占到绝对的主导地位。但是在买方业务这块，占据有绝对的主导地位。公司 12 年在基财事业部人员方面还会有 30% 增长的原因是公司希望在这一轮业务创新中继续保持甚至强化在买方的优势地位。随着客户盈利能力的增长，公司利润与营收也能快速增长。

长远来看，公司肯定能看到创新业务带来的盈利，具体什么时候实现这些盈利，需要看证监会推出业务的时间。

Q2. 公司认为 2012 年，哪些创新业务能够落地？这些创新业务对公司能够带来多大收入？

今年年初，公司内部做过关于创新业务的探讨。具体落地时间公司不好判断。但公司比较期待高收益债业务。高收益债一方面为券商增加新业务，也有利于中小企业融资，从而为政府分忧，还可以为基金公司提供业务（因为老百姓参与高收益债一般是通过买基金的方式参与的）。公司觉得第二个比较期待的创新业务是国债期货，1995 年，国债期货被叫停后，现在又开始全网测试。现在，沪深 300ETF 也推出了。关于高收益债，公司还跟相关交易所沟通过，建议可否增加相关联的权证（担保）业务，为券商增加业务，且为投资者买高收益债提供风险对冲的机制。总体上说，即使公司一下子猜不中创新业务推出的先后顺序，但是监管机构推出创新业务前，相关交易所需要和几个主流 IT 供应商配合对系统进行测试、反馈。公司需要做的是进行方向性地配置，因为组建团队需要时间。

公司把创新业务分成两类。一类是公司被动响应需求的业务，这类业务，不需要公司特别大范围的开发，只需要一定程度的开发。比如转融通，当证监会明确要推出这项业务时候，公司再开始开发也来得及。事实上，供应商系统准备进度和推出也是一个互动的过程。

另一类是需要公司主动响应需求的业务。这类业务公司需要进行深入研究，要事先进行系统规划，而且要深入开发。已有的市场占有率或者客户基础对公司获得这类业务需求有一定帮助，但是，对这类业务，能够更快更专业推出系统的公司有可能取得较好的市场地位，使得公司这类业务系统的市场占有率超过过去其他系统的占有率。比如固定收益投资（高收益债），这是一个很大的门类，无论是买方业务还是卖方业务，都要提前布局，需要深入研究，要有比较大的投入，这块业务对系统会产生非常深远的影响。公司需要跟相关交易所等沟通，并在技术架构等多方面做准备、包括买方和卖方的协同。

公司非常重视固定收益这块业务。证监会目前要推的固定收益跟现有固定收益业务差别很大，公司需要准备一年甚至更长的时间。公司希望通过在这类业务系统上更加坚定地布局，更加坚定地投入，把系统做的更专业，扩大市场占有率，甚至带动公司已有系统市场占有率的提升。固定收益是一个很大的门类，债券基础上的衍生品又会是一个很大的门类。

总体来说，公司更重视第二类的需求，因此需要提前布局，如果不布局，市场占有率可能会降低。提前布局需要很强的专业能力。另外，固定收益类业务，对聚源产品也是个很大机会。因为固定收益类业务，对资讯的需求以及对分析的要求比权益类业务更高。而相对权益类，固定收益投资模型更简单。

Q3. 未来公司是否能够引领金融创新？公司在人员准备，团队及技术储备方面可能有哪些具体的动作？

需要提前布局的业务，除了固定收益外，还包括量化投资。量化投资需要很多投入，研发难度比较高，准备时间也比较长。公司一直对这块业务进行投入，现在还要进一步加大投资力度。公司在这一块业务上要有独立的研究成果，有自己的算法，有自己的策略，供客户选择，而不纯粹是实现客户提出的需求。公司希望与客户是对等的关系，公司可以实现客户的想法，自己的模型和想法也可以让客户参考。公司也会招金融工程人才，也会借鉴国外最新的研究成果。公司在这一块业务上不希望仅仅是技术支持的角色。

即使是固定收益业务，除了调研国内的需求外，公司也在研究国外的产品，希望能把国外的技术引进来。比如基财，国外很重视组合管理，包括大类资产配置，权益类，固定收益类，固定收益率按照久期再分，权益类按行业再分，公司希望把这些理念引进到国内来。公司希望给客户留下“产品还不错值得使用”的印象。公司不一定是引领金融创新，但是希望在有些方面与客户平起平坐，而不是仅仅是技术支持。

关于技术架构上的创新，公司慢慢会移向恒生 2.0 业务。目前，公司每个产品都是在客户那安装，然后由客户来运营，公司有好的想法无法实现，不一定能最大化利益。从去年开始，公司准备提供一些运营产品给中

小型机构投资者。运营产品中有公司的策略和一些好的想法。公司不再纯粹卖产品，而是卖服务。对公司来说，自己运营有利于保证保密性和系统性能，因此从运营模式到技术架构都会有很大变化。

公司的技术架构已经是国内领先了，在国际上也是很领先的，因为中国的股民数量远超国外，要求的系统性能比国外高。以前量化交易/算法交易相对较少，主要靠人工下单。未来量化交易越来越多，对系统性能的要求会越来越高。

未来很多的业务创新可能是跟量化交易相关，特别是固定收益这块，要求原有系统性能非常强大。如果功能好，而性能不行，系统可能会崩溃的，这是一个技术上一个因素。

2010年，公司把相关业务形象地比喻为：碗里面、锅里面和田里面。碗里面指的是私募基金客户。针对私募IT系统过一段时间就会出来。这种运营模式跟原有模式完全不同，借用最时髦的说法这就是云计算。未来，固定收益产品越来越多，量化投资使用越来越频繁，公司针对这些方面开发的工具也会整合进来。

之前公司是把公募基金系统适当裁减后卖给比较大的私募基金，但是麻雀虽小，五脏俱全，这些IT系统也需要IT管理人员，也挺复杂的。但是针对大量的中小型私募，甚至非阳光私募，根本不需要这么复杂的系统。

公司觉得，金融就是软件+数据库，收购聚源就是这个目的。其他行业的公司收购聚源，没有多大价值。而恒生收购聚源能跟原有的业务紧密结合，才能创造价值。通过收购聚源，公司可以把用户扩展到资讯用户（锅里的）。

因为市场上的竞争对手实际上非常强大，那么，未来公司可能从B2B扩展到B2C。特别是高净值的个人客户（田里面的）。经过当初的布局，公司现在已经初步取得一些成果。

公司在几年前推了一个经纪业务运营平台2.0的产品，已经在几个大券商上线了。其实这个新的技术架构在新的业务创新方面能给客户和公司带来很大的价值。它的交易、订单管理、账户管理、清算、查询这些模块都分离，每一模块有新的改动时对其他模块或者子系统都没有影响，不至于牵一发而动全身，这种架构更加适应于业务创新的，这是第一方面。

第二方面，交易量进一步放大时，系统性能很重要。几年前，公司开始研发一个基于内存的快速交易系统。该系统首先被应用在期货上，因为期货交易对系统性能要求极高。去年上半年，该系统在某期货公司上线使用了，现在公司又把这个技术移到证券。相对而言，期货的交易需求比证券高，所以公司可以把期货系统上的成熟技术应用到证券系统上，将来，证券业务包括算法交易等需要更高的吞吐量，公司基于内存的系统及架构有助于提升公司证券系统的性能。

下一步，公司可能把该技术进一步应用到买方系统中，尤其是面对私募的集中式运营系统，或者是面对基金、信托的系统。即便是买方客户使用策略时，也会对系统产生一定的压力。公司的业务线比较全面，可以在需要时把应用在一些客户业务系统上的技术转移到其他类型客户业务系统中。公司面向私募运营的系统，和券商集中快速交易模块可以结合起来，使得面对私募的交易能够更快的提交到交易所去。公司可以到证券业客户上部署，即使客户不购买，公司也给其安装。但是这个解决方案只针对客户对私募的服务，如果客户想要利用这个解决方案为其他的业务服务，就得购买模块，以获得通道的速度优势。

Q4: 每增加一个创新业务是新推一个系统还是在现有交易系统上增加新模块，一个模块的销售收入一般有多少？增加新业务模块/系统，服务费是不是也要提高？

大多数情况下，公司是增加子系统与模块的。对于老客户，比较容易把子系统或者模块与已有的系统进行对

接,公司也可以尽最大可能不让老客户流失。如果新系统模块做的足够成熟,公司可以把模块与其他公司提供的母系统对接。

模块的价格跟使用价值与复杂度都有关系,简单的就几十万,贵的几百万元。比如说某个基金,要投资股指期货,要做交易,要套保,套利,这个模块可能要几百万。这个模块增加之后,年服务费也要提高。市场上有些通用软件是根据成本计费的,而恒生是按照系统复杂度和使用价值综合考虑收费的。

Q5. 恒生装在一般基金公司的系统价格及服务费不是小数目, 如果想在私募基金中推广这些系统, 价格有些偏高, 公司对此有什么看法?

对中小私募,公司想办法降低其总体成本。像公募基金,公司需要机房、网络、设备、IT部门,总成本较高,但是对私募来说,不需要IT人员,不需要机房、不需要设备。公司系统以量的方式来收费,相对来说,固定成本比较低。私募可以不用考虑公司产品的价格。公司可以把产品免费送给它。客户没有业务公司也不收费。公司可以以一种很灵活的方式为其服务。客户不需要IT人员,不需要设备,不需要机房,总成本就会很低,而享受的服务都是最新的。

比如公募基金,其实机房里的设备利用率并不高,即使增加一个基金的业务,可能都不需要增加一个设备。但是基金的IT设备不可能供其他人使用。如果恒生把这些设备集中到一起,客户共享这些设备,整体成本在降低,但是客户的使用价值并没有降低。在国外,很多基金,可能没有IT部门,硬件方面整个不用管。所以这个价值范围是从几十万到几百万。其实对私募客户,用这种方式推广公司产品比较理想,因为公司可以根据客户的情况来收费,而不是根据产品成本收费。

Q6. 聚源系统最新的客户及收入情况? 阳光私募业务最新开展情况如何? 还有高净值的客户是否有一些实质性进展?

答:聚源系统2011年的收入小于5000万元,12年目标希望超过5000万。已经有客户在使用面对私募的产品,但是该产品尚未发布。因为公司需要积累了几个客户,等业务运营的比较平稳后再正式发布。公司是在2010年开始开发该产品的。该产品还是有一定复杂度的。公司期望今年该产品能够产生营收。如果今年该产品能够不赔钱,公司就比较满意了。公司目前对该产品的投入挺大的,人员就有二十多人,一年人员费用好几百万,阳光私募产品一旦达到一定的规模,收入会稳步提升。该业务是一个2.0业务像雪球一样慢慢滚大。而且该系统和业务量的相关系数很高。目前1.0系统收入跟客户的业务量有一定相关系数但是没有那么高,这个业务的相关系数会高很多。

Q7. 2012年公司的营收预算接近13个亿,对证券、基财几大块业务收入如何规划? 公司对费用怎么考虑?

答:目前公司内部预算纯粹软件收入超过10个亿,或者说大金融事业部,希望要超过10个亿。其他的,还有一些。今年公司更关注的是利润,如果大金融事业部营收没有10个亿,其他的可能就都不大靠谱。具体的公司已经在2011年报中披露。

公司认为软件公司有三个层次。第一个层次,处于“原始社会打猎阶段”的粗放型企业,即做项目的。这个企业就是项有钱就做,可能属于系统集成类别的。

第二类公司是做产品的,恒生目前处在这个阶段。公司有一个产品出来,就可以把产品卖给所有的客户,恒生在产品公司里还算是好的,因为客户使用了产品之后会不断地产生新的需求,公司则可以不断卖出新的产品。

第三类公司是做运营的,某种程度上可以认为它不是一个软件公司。做个划分,公司做产品的业务是1.0,

做运营的业务其实是 2.0。这几年管理层给公司做减法把原来“打猎的业务”基本砍光。从年报上看，公司收入的增长并不快，主要是因为把“打猎的业务”取消掉了，这就是公司的减法。管理层通过开展 2.0 业务给公司做加法，比如聚源、面对私募的产品等。

公司是希望打破收入增长与人员增长成正比的关系。面对私募基金的业务和聚源业务，如果做成，业务营收与人员增长不会线性相关。面对私募的系统建起来后，客户会越来越多，该事业部员工可能也需要增加，但不会成比例增加。从公司多年经营 1.0 业务经验看，公司可以把部分 1.0 业务切换到 2.0 业务中去。公司的客户服务收入，可以归结为 1.0 或者是 2.0 业务，也可以说是 1.5 业务。

这几年，不管是牛市熊市，公司的维护费收入每年都能保持增长。而公司的软件相关收入可能跟当年的指数有关系。到一定时候，维护费收入可以把很多费用 cover 掉。如果这块收入每年良性增长，公司业务的安全性就越来越高。绝大多数软件公司售后服务收入其实是不能 cover 掉售后服务成本。虽然公司售后服务收入不断把售后服务成本 cover 掉，但公司还希望以后能把产品研发费用也 cover 掉。公司内部也设定一个标准，类似于冰箱能源之星标准。如果达到五级标准，就能把所有费用都 cover 掉，卖一套系统赚到的就是净利润。公司曾经有部分产品做到四级了，基本上把费用都 cover 了。

Q8: 在理想状态下，五年之后公司是多大规模？当运营业务成为公司主要收入来源时，公司能够做到多大规模？

答：公司判断，不管牛市熊市，在 10 到 15 年内，中国金融 IT 行业每年的市场容量增长速度是 GDP 增速的 2-3 倍。证券交易系统壁垒较高，新进入很难。因为该交易系统需要非常强的技术，对技术的安全性、可靠性要求非常强。做交易系统的公司还需要懂业务，新进入者要既懂业务又懂技术非常难。总的市场容量在增长，但是国内的竞争参与者会越来越少了，当然国外的公司也可能跟公司抢市场。

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		