



买入

39.7%

目标价格:人民币 20.40

835713.CH

价格:人民币 14.60

目标价格基础:54倍 15年市盈率

板块评级:未有评级

天阳科技

银行IT产品与服务平台提供商

天阳科技作为行业领先者,在客户、产品线和服务能力三方面都有自身独特竞争优势,而平台战略定位将突破传统IT企业的成长边界。我们对其给予买入的首次评级,目标价格20.40元。

支撑评级的要点

- **银行IT解决方案及服务行业领先者:** 天阳科技主营业务包括软件开发、专业测试和运维服务三个业务板块,2014年实现收入22,316.21万元,净利润3,942.20万元。
- **银行IT服务行业处于快速发展期:** 根据IDC2015研究数据显示,预计2019年,我国银行业IT市场规模将达到1,230.9亿元。中国银行业IT解决方案市场2014年的整体规模为182.4亿元人民币,比2013年增长23.0%。IDC预测2019年我国银行业IT解决方案市场规模将达到539亿元。
- **客户、产品线、服务能力是银行IT服务企业成功的三个支点:** 客户、产品线和服务能力是银行IT服务企业成功的三个关键要素。竞争优势归根结底来源于企业的产品线和服务能力为客户所能创造的价值,拥有客户就拥有一切。三者相辅相成,共同构成银行IT服务企业成功的三要素。
- **客户资源优势推动公司业绩持续增长:** 目前公司已与60余家银行建立合作关系,客户数量多,业务相对分散,市场化程度较高。
- **多维度业务产品线助力公司发展:** 公司软件开发业务主要围绕对公金融、银行风险管理、商业智能和信用卡业务展开。公司的专业测试服务主要针对功能测试和技术测试两个方面。
- **服务能力:** 相比竞争对手,公司在研发人员数量、期间费用、服务网络布局上均具备较明显的竞争优势。
- **平台战略:** 互联网时代分工-协作体系跃升为“大平台-小前端”模式,平台的定位类似于中国经济制度中的县,选择企业入驻平台,为平台企业提供服务,参与收入分成等。平台之间的竞争提升经济运行效率。

评级面临的主要风险

- 宏观经济系统性风险、收购整合失败风险。

估值

- 我们预测公司2015年-2017年收入分别为2.9亿元、4.73亿元、7.16亿元,净利润分别为5,160万元、9,330万元和15,470万元,每股收益分别为0.375元、0.678元和1.125元。以4月19日收盘价14.60元计算,对应市盈率为39倍、21倍和13倍,给予**买入**评级,目标价格20.40元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	190	223	290	473	716
变动(%)	n.a.	18	30	63	52
净利润(人民币 百万)	28	39	52	93	155
全面摊薄每股收益(人民币)	1.381	1.971	0.375	0.678	1.125
变动(%)	n.a.	42.7	(81.0)	80.9	65.8
全面摊薄市盈率(倍)	n.a.	n.a.	39	21	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



发行股数(百万)	2.54
流通股数(百万)	1.985
总市值(人民币 百万)	2000
3个月日均交易额(人民币 百万)	0.1
主要股东/持股比例(%)	欧阳建平/35
成立日期	2003/7/9
挂牌日期	2016/1/25
做市商家数	6
做市商价格(人民币 元)	9.2
做市商: 中信证券、光大证券、天风证券、中原证券、万联证券、长江证券	

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年4月19日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

张广荣

(8610)66229355

guangrong.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070004

目录

银行 IT 解决方案及服务行业领先者	3
银行 IT 服务行业处于快速发展期	7
客户、产品线、服务能力是银行 IT 服务企业成功的三个支点	10
客户资源优势推动公司业绩持续增长	12
多维度业务产品线助力公司发展.....	13
完善服务能力满足客户需求.....	14
打造银行 IT 行业产品与服务平台提供商.....	16
盈利预测与估值	18

銀行 IT 解決方案及服务行业领先者

天阳科技是一家金融业 IT 解决方案及服务提供商，主要向以银行为主的金融机构提供 IT 解决方案、咨询、专业测试和运维服务。按照服务内容的不同，公司主营业务分为软件开发、专业测试和运维服务三个业务板块。

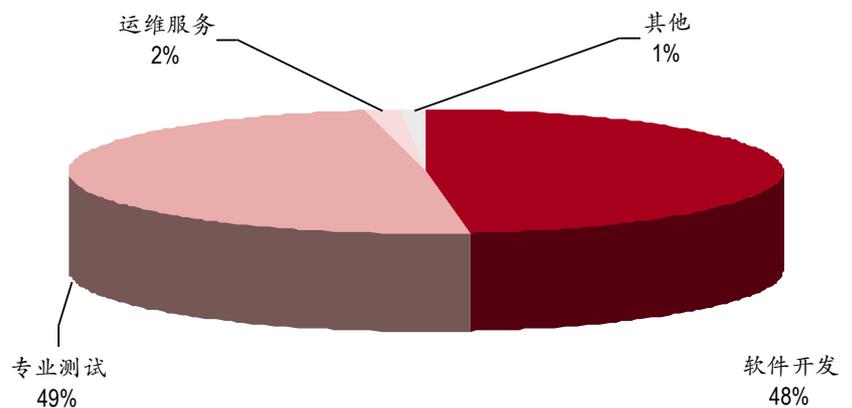
软件开发业务是指公司面向金融行业客户，包括银行、保险公司、证券公司等，针对具体业务，以业务流程或 IT 系统基本功能为基础，进行满足客户个性化需求的软件开发或系统优化，主要围绕四个业务展开：对公金融、银行风险管理、商业智能和信用卡业务。

专业测试业务是指为金融机构应用系统提供专业功能验证。业务范围覆盖银行核心、信贷、供应链、理财、风险管理、数据仓库、支付结算、移动银行等领域。目前，公司主要围绕银行核心系统和银行信贷系统开展功能测试服务。

运维服务业务是指针对客户的 IT 系统进行优化升级、健康检查、故障分析及恢复、信息安全管理等技术服务，保障客户 IT 系统安全、平稳、高效运行。按照客户需求不同，公司的运维服务分为软件维护、软件升级、运行服务、技术培训。

2015 年中报公司实现主营业务收入 114,700.06 万元。其中，软件开发业务收入为 5,515.58 万元，占总营业收入的 48.09%；专业测试业务收入为 5,625.28 万元，占总营业收入的 49.04%；运维服务业务收入为 199.32 万元，占总营业收入的 1.74%。

图表 1. 2015 年中期业务收入构成



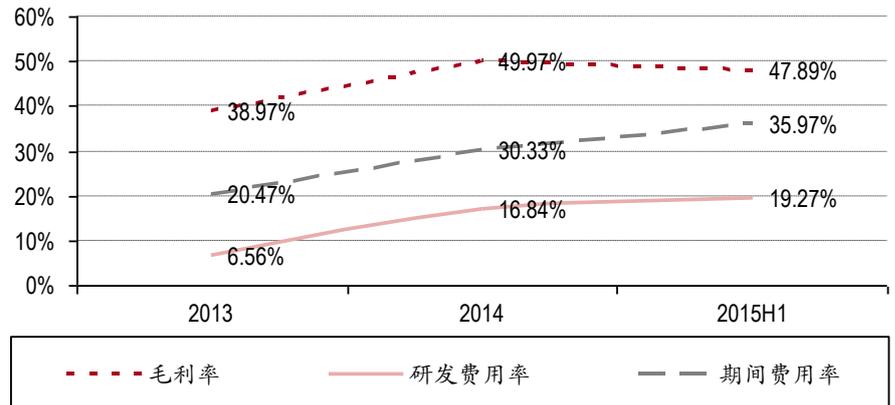
资料来源：公司公开转让说明书、中银证券

公司过去两年收入和利润实现了快速增长，2014 年度收入 22,316.21 万元，同比增速 17.61%，净利润 3,942.20 万元，同比增速高达 42.68%。利润增速快于收入增速的主要原因是毛利率的提升，2014 年整体毛利率 49.97%，同比 2013 年的 38.79% 提高了 11.18 个百分点。2015 年中期利润增速慢于收入增速的主要原因是期间费用特别是管理费用中研发费用率上升，中报期间费用率为 35.97%。

图表 2. 公司 2013 年-2015 年上半年收入和利润增速

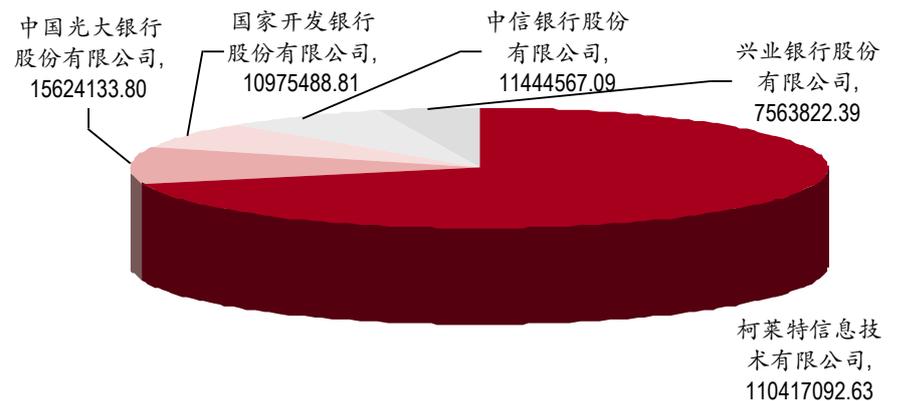
(万元)	2013 年	2014 年	2015H1
收入	18,974.42	22,316.21	11,470.06
净利润	2,762.96	3,942.20	1,011.88
收入同比增长(%)		17.61	
净利润同比增长(%)		42.68	

资料来源：公开转让说明书、中银证券

图表 3. 天阳科技 2013 年-2015 年上半年毛利率、研发费用率、期间费用率


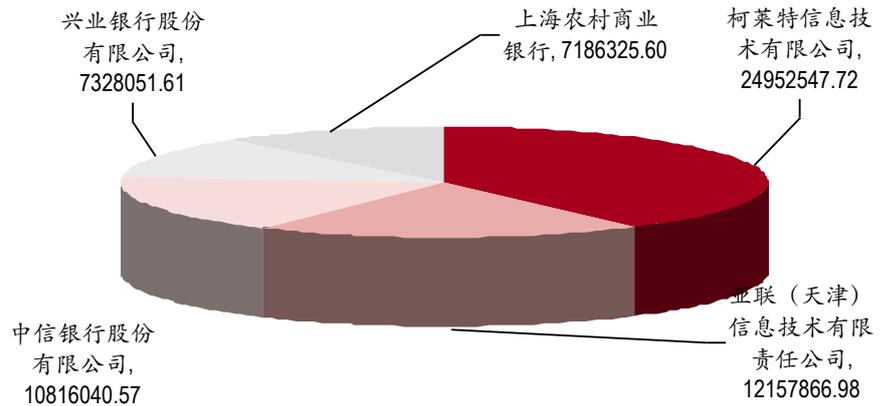
资料来源：公开转让说明书、中银证券

2014 年公司第一大客户是柯莱特信息技术有限公司，贡献收入 11,041.71 万元，占整体营收的比例 49.48%，第二大客户是中国光大银行股份有限公司。2015 年中期公司第一大客户是柯莱特信息技术有限公司，第二大客户是亚联（天津）信息技术有限责任公司。

图表 4. 2014 年前五大客户收入贡献（单位：元）


资料来源：公开转让说明书、中银证券

图表 5. 2015 年中期前五大客户收入贡献 (单位: 元)



资料来源: 公开转让说明书、中银证券

公司的第一大客户是柯莱特信息技术有限公司, 与天阳科技是关联方。公司与关联方的经常性交易均为与主营业务相关的销售和采购, 其中绝大多数为对柯莱特的销售。对其他关联方的销售以及关联方采购占比极低, 其定价机制与决策过程与公司对柯莱特的交易基本相同。

2009 年 12 月, 欧阳建平、宋晓峰、潘志田、郑锡云与柯莱特签署《出资转让协议书》, 将股权转让给柯莱特。2014 年 6 月, 柯莱特与欧阳建平签署《股权转让协议》, 约定欧阳建平以 4,000 万的价格购买柯莱特持有的天阳有限 100% 股权。

2010 年至 2014 年, 公司是柯莱特的子公司, 对建行(中国建设银行股份有限公司, 简称“建行”)的业务由柯莱特与建行签署合同, 同时柯莱特采用背靠背方式与公司签署合同, 由公司具体实施相关项目, 因此形成了较大金额的对柯莱特的关联方交易。采用这种方式是因为建行的项目规模比较大, 柯莱特希望将该类项目做大做优, 借此提升自身在该领域的品牌知名度, 因此在投标和签合同同时以柯莱特的名义, 但实际仍由公司执行。其他银行的项目相对较小, 柯莱特没有采用类似的安排。

由于部分建行项目周期较长, 2014 年公司从柯莱特剥离时, 尚有部分项目没有履行完毕, 因此对应报告期内, 公司与柯莱特的关联交易仍然较大。2015 年 4 月, 柯莱特与公司向建行提交了“服务主体变更说明”, 明确了公司后续将代替柯莱特为建行提供服务, 而之前尚未履行完毕的合同仍按原合同主体执行。建行于 2015 年 5 月批准了该说明, 并向公司发送了采购谈判邀请函, 自此, 公司开始独立与建行进行商务谈判并签订合同, 随着公司从柯莱特体系中剥离, 公司不再与柯莱特签订相关大额合同, 后续与柯莱特的关联交易将逐步减小。

公司控股股东和实际控制人欧阳建平, 2015 年中期持有公司股份比例 35.66%, 1997 年 7 月毕业于哈尔滨工业大学计算机系, 硕士学历。1997 年至 1998 年, 就职于航天部 706 研究所, 任工程师; 1998 年至 1999 年, 就职于 IBM, 任 Lotus 高级工程师; 2000 年, 就职于博瑞琪集团, 任事业部总经理; 2001 年至 2003 年, 就职于北京义驰美迪技术有限公司, 任事业部总经理; 2003 年至今, 任公司董事长、总经理。

公司第二大股东李青 2006 年毕业于清华大学经济管理学院，硕士学历。1982 年至 1992 年，就职于西安铁路局西安通信所，任所长；1992 年至 1994 年，就职于西安高技通信工业有限公司，任技术部经理；1994 年至 1998 年，就职于深圳华为技术有限公司，任部门经理；1998 年至 2001 年，就职于北京北方华为通信技术有限公司，任总经理；2002 年至 2003 年，就职于北京智讯网探技术有限公司，任董事长；2003 年至 2005 年，就职于维讯新科信息技术(北京)有限公司，任董事、总经理；2006 年至 2010 年，就职于歌尔声学股份有限公司，任董事；2010 年至今，就职于北京秋银投资管理有限公司，任执行董事。

图表 6. 天阳科技 2015 年中期股东情况

序号	股东名称	在公司任职	持股数(股)	持股比例(%)
1	欧阳建平	董事长、总经理	49,051,697	35.66
2	李青	股东	20,574,859	14.95
3	杨梅	股东	654,861	0.48
4	宏业投资	股东	40,043,499	29.11
5	时间投资	股东	14,959,677	10.88
6	华元金控	股东	3,923,278	2.85
7	光大资本	股东	3,810,482	2.77
8	中联众行	股东	544,354	0.40
9	华睿互联	股东	2,177,293	1.58
10	中信证券	做市商	500,000	0.36
11	光大证券	做市商	400,000	0.29
12	天风证券	做市商	300,000	0.22
13	中原证券	做市商	200,000	0.15
14	万联证券	做市商	200,000	0.15
15	长江证券	做市商	200,000	0.15

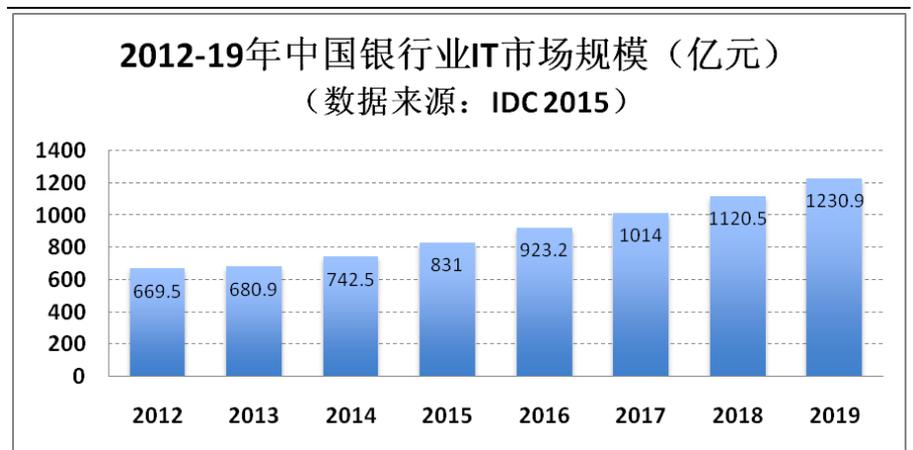
资料来源：公司转让说明书、中银证券

银行 IT 服务行业处于快速发展期

2015 年，全球银行业整体业务因受金融危机的持续影响短时间内有所波动，但银行信息化发展的整体趋势不会改变，对银行自身业务功能的创新性和管理创新性都提出了更高要求。由于最新的巴塞尔协议明确要求银行业参与者在控制其自身风险的同时，要积极开拓销售渠道、提高客户服务能力和市场占有率，因此未来银行用户将在风险管理、网络银行、金融审计和稽核、商业智能/决策支持等领域加大投入。这些业务相关的 IT 解决方案将成为银行业 IT 市场中发展最迅速的细分领域。

根据 IDC2015 研究数据显示，我国银行业 IT 市场规模（软件+硬件）呈现逐年递增的整体趋势。预计 2019 年，我国银行业 IT 市场规模（软件+硬件）将达到 1230.9 亿元。

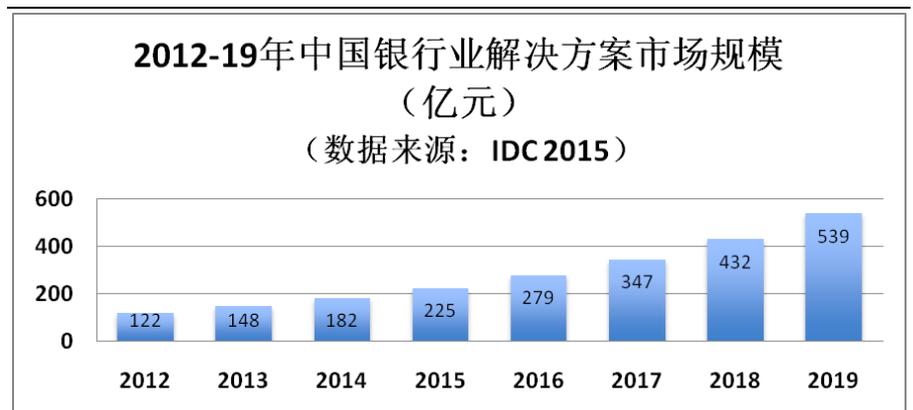
图表 7. 2012-2019 年中国银行业 IT 市场规模（软件+硬件）及预测



资料来源：IDC2015、中银证券

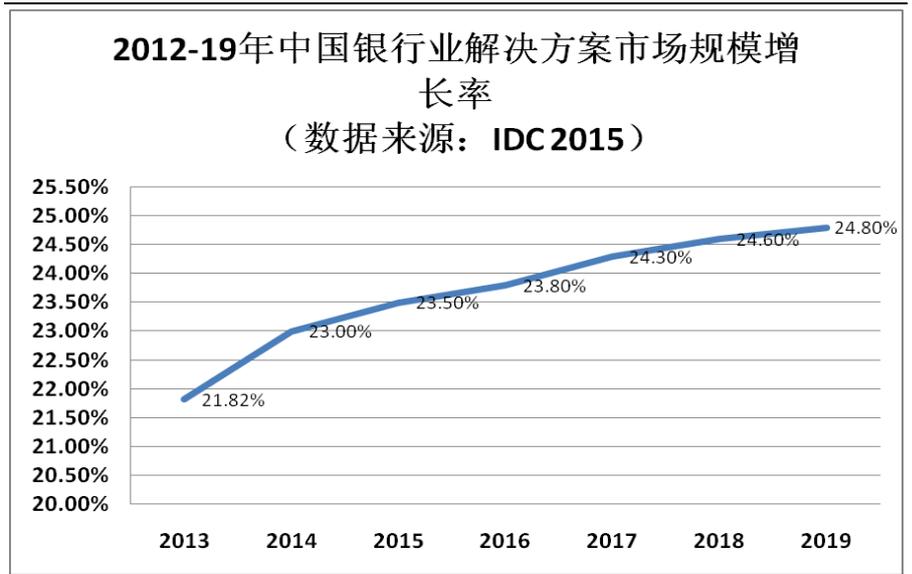
近年来，我国银行 IT 解决方案市场保持了快速发展，中国银行业 IT 解决方案市场 2014 年的整体规模为 182.4 亿元人民币，比 2013 年增长 23.0%。在未来发展方面，IDC 预测该市场 2019 年，我国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 539 亿元。

图表 8. 2012-2019 年中国银行业解决方案市场规模及预测



资料来源：公开转让说明书、中银证券

图表 9. 2012-2019 年中国银行业解决方案市场规模增长率及预测

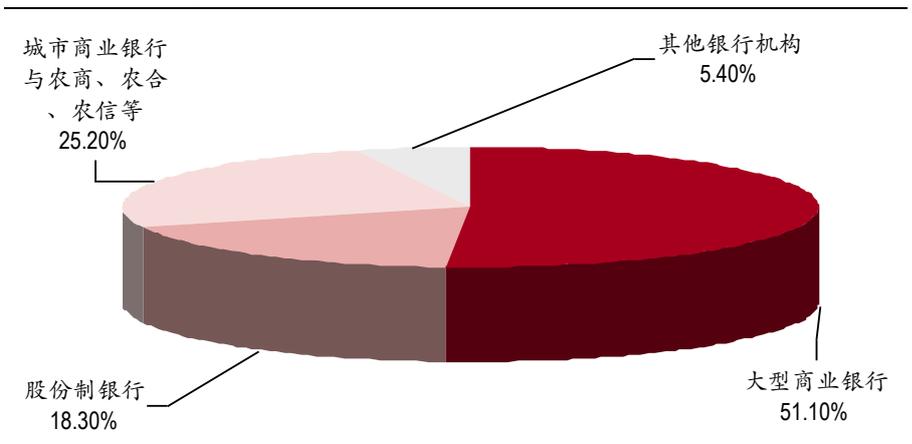


资料来源: 公开转让说明书、中银证券

根据 IDC13 研究数据显示, 我国银行业整体 IT 投资规模为 742.56 亿元, 相较 2013 年度的 680.9 亿元增长了 9.1%。在投资规模持续增长的同时, 银行 IT 建设规模发生了重大转变: 随着金融信息化基础设施搭建的逐步完成, 硬件投资规模呈逐步下降趋势, 未来我国银行 IT 投资将主要集中在银行风险管理及业务创新两个层面。

由于我国银行业各类主体间的差异较大, 因此 IT 投资规模在各主体间呈不均衡分布。由于大型商业银行在资产质量、业务规模和经营水平上明显优于众多的城市商业银行、农村商业银行、农信社等中小型金融机构, 因此 2014 年国有大型商业银行投资规模占比继续保持第一, 占银行整体投资规模的 51.1%。股份制银行占比为 18.3%, 城市商业银行和农商、农合、农信等农村金融机构等的 IT 投资逐步增长, 占到银行业总体投资的 25.2%。

图表 10. 2014 年各类银行 IT 解决方案投资占比

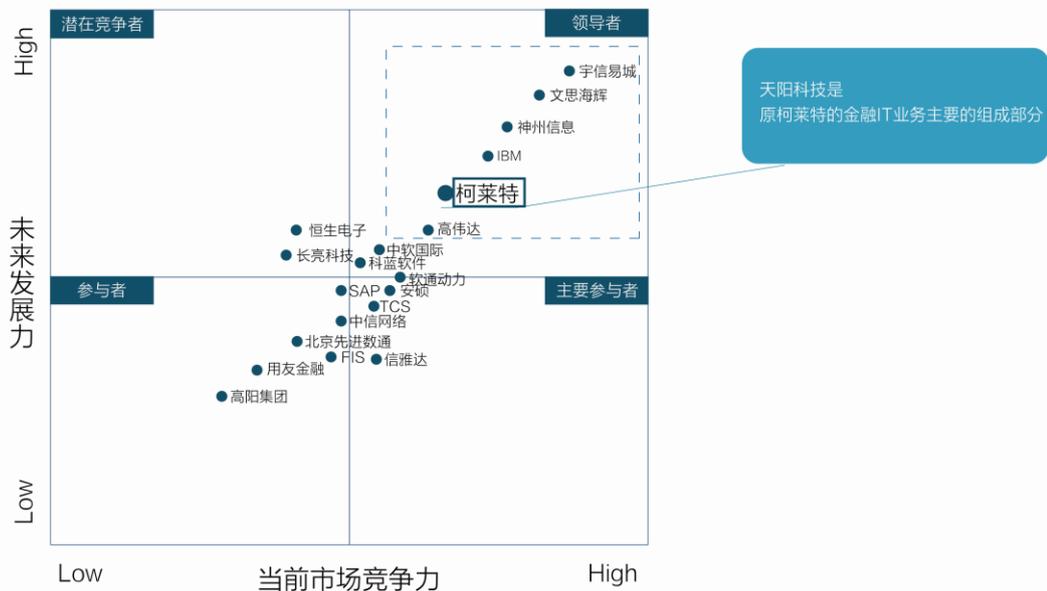


资料来源: 公开转让说明书、中银证券

我国银行 IT 业务市场非常分散，最大的厂商市场占有率在 5%左右，没有领先优势特别明显的厂商。银行 IT 服务产业进入了快速整合期，目前国内有 100 家左右的银行 IT 解决方案和服务公司，每年都有 10-20 家公司因为倒闭、转型和被并购，退出市场竞争，而新进入市场者寥寥无几。进入 2016 年，一些主要的行业的领先者由于没有解决好生产关系等基本问题，面临经营困难和动荡，给稳健的企业带来了发展的契机。

未来的 5 年将是行业整合的关键时期，将形成 3-5 家大规模、综合型金融 IT 解决方案和服务商及十多家专注在各自细分领域的专业厂商为主导的竞争格局。

图表 11.中国银行业 IT 解决方案市场主要竞争分析

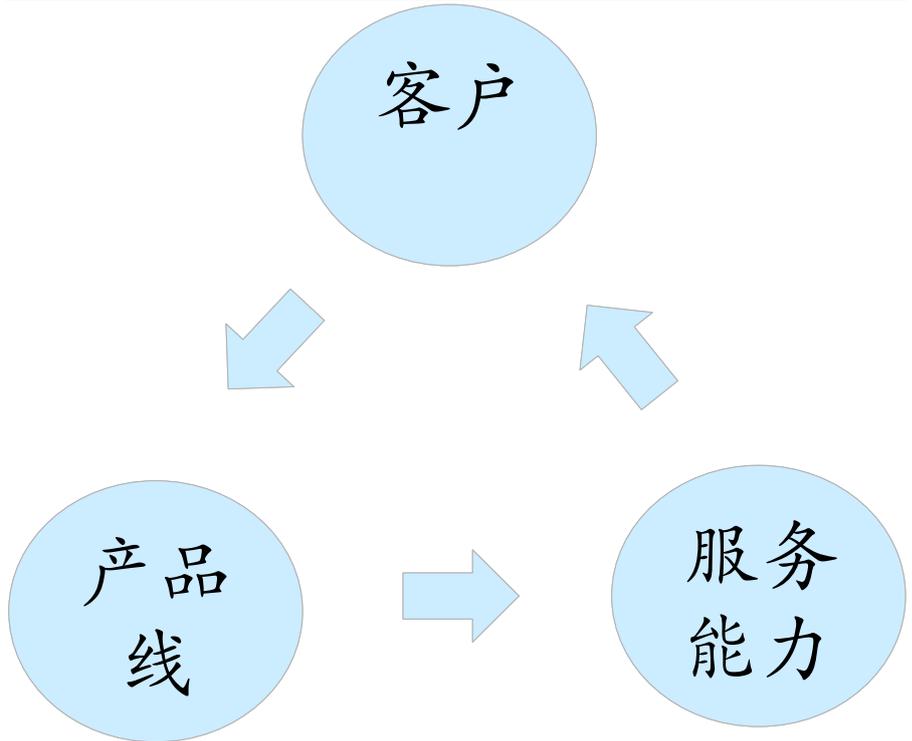


资料来源: IDC、中银证券

客户、产品线、服务能力是银行 IT 服务企业成功的三个支点

客户、产品线、服务能力是银行 IT 服务企业成功的三个关键要素。竞争优势归根结底来源于企业的产品线和能力为客户所能创造的价值，拥有客户就拥有一切。三者相辅相成，共同构成银行 IT 服务企业成功的三要素。

图表 12. 银行 IT 服务企业成功的三个支点



资料来源：中银证券

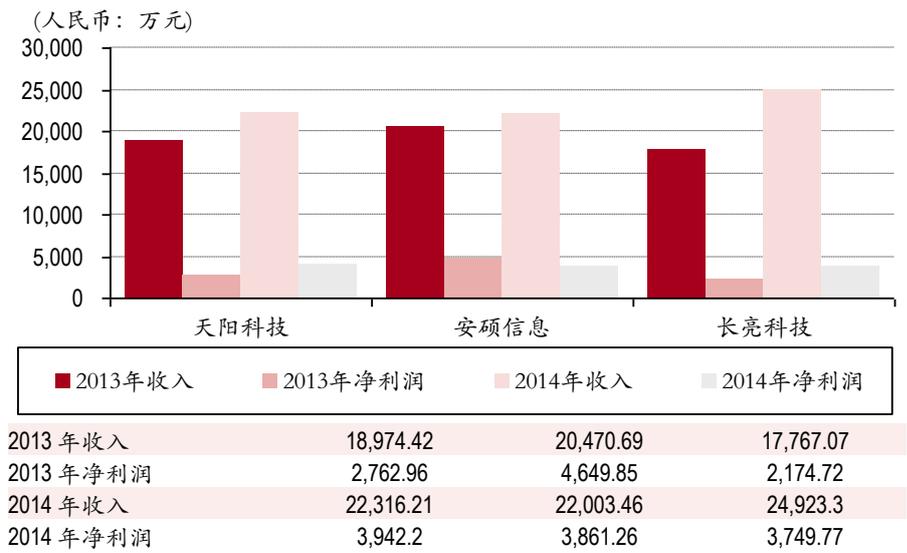
IBM、HP、SAP 作为国际 IT 综合服务商，拥有客户范围广、业务规模大、综合性强的特点，优势主要为基于规模效应所产生的综合技术实力，以及品牌知名度所带来的客户黏性。同时，成熟的服务标准和管理规范也是其他竞争者短期内无法超越的竞争壁垒。

图表 13. 天阳科技与创业板同业公司对比

公司	客户	业务产品线	服务能力
天阳科技 (835713)	政策性银行、国有大银行、股份制银行、地方性商业银行	信贷管理和交易银行、BI 和大数据、风险管理、信用卡和消费金融和专业测试解决方案。	较高比例的技术人员、相对较低的研发费率和销售费率、完善的服务网络
安硕信息 (300380)	股份制银行、地方性商业银行	信贷管理、供应链金融、风险管理技术人员比重高、研发费率较高、解决方案、征信服务。	完善的服务网络
长亮科技 (300348)	地方性商业银行	核心业务系统、信用卡、BI 和大数据技术人员数量和占比相对较小、销售解决方案。	费率较高、完善的服务网络

资料来源：公开转让说明书、中银证券

图表 14. 天阳科技与创业板同业公司收入和净利润对比



资料来源：公开转让说明书、中银证券

客户资源优势推动公司业绩持续增长

经过多年的发展，公司已经具有了较完善的销售策略，拥有了一批优质、稳定、具有一定业务规模的核心客户，同时公司也在积极拓展新客户、新领域，进一步完善区域布局，创造新的业绩增长点。公司一方面通过提升公司在 IT 金融市场上的整体覆盖度，构造高价值、高质量的市场营销体系；另一方面，通过集中资源构建优质、稳定的核心客户群，为公司长期稳定的业务增长提供支撑。

从客户数量看，目前公司已与 60 余家银行建立合作关系，客户数量多，业务相对分散，市场化程度较高，无单一客户依赖。

从客户结构看，一二线银行是公司产品和解决方案能力的来源，业务规模大；三四线银行是公司价值输出对象，盈利能力强。

从客户类型看，公司客户以银行为主，完整地覆盖各级银行客户。同时，在保险和证券行业有布局，为进入这两个行业做好准备。

从客户布局看，在大客户中发展公司级战略客户，中小客户区域布局相对集中，建立基地客户群，以确保公司每年可从核心客户处获得稳定、可持续的业务收入。同时，公司也将不断评估核心客户之外的其他客户，从中选择出一部分客户，发展成为能提供长期、持续业务的核心客户，支持公司的持续增长。

图表 15. 天阳科技客户资源

客户分类	客户名称
央行及政策性银行	中国人民银行、中国人民银行清算总中心、中国农业发展银行、国家开发银行
国有商业银行	中国建设银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司
股份制银行	中国光大银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司、中信银行股份有限公司、华夏银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司、广发银行股份有限公司等 10 家
省级的农信类银行	吉林省农村信用合作社联合社、湖北省农村信用社联合社、湖南省农村信用社联合社等 10 家
城市商业银行	北京农村商业银行、天津农村商业银行、上海农村商业银行、北京银行、河北银行、包商银行等 35 家

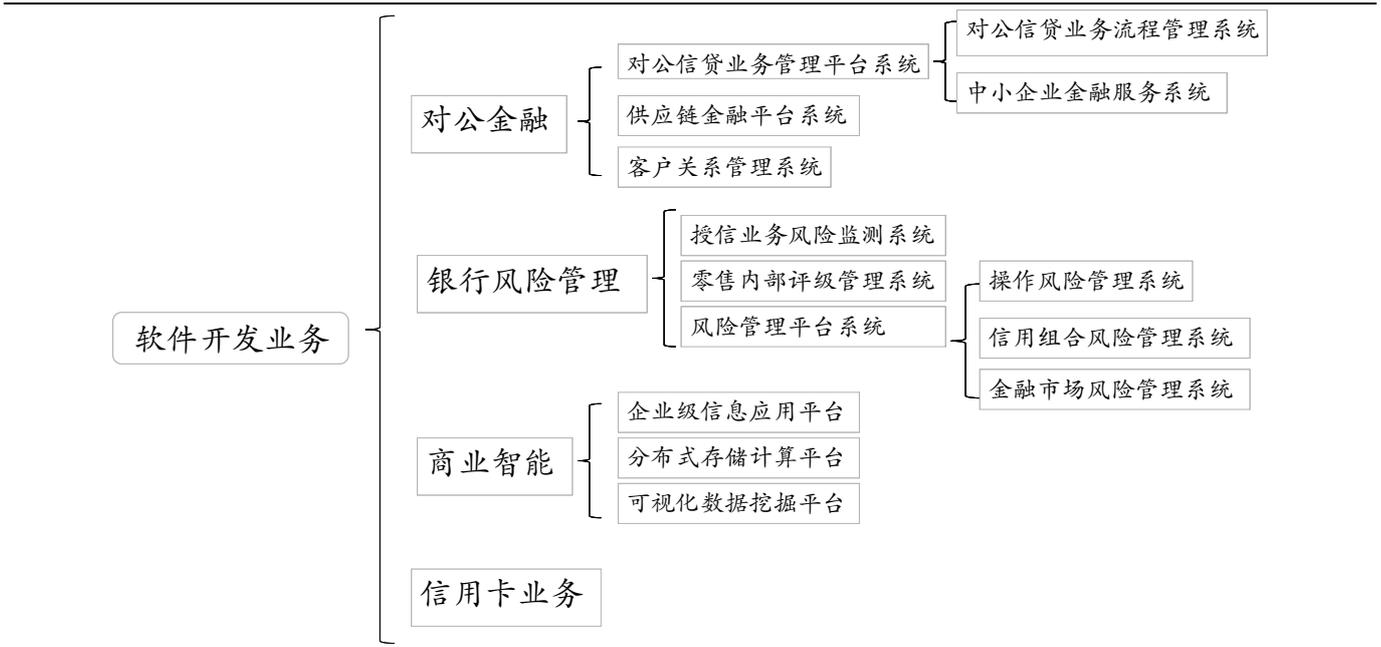
资料来源：公开转让说明书、中银证券

公司与大型优质客户长期合作，一方面提高了公司的业务服务能力，与大客户的成功合作案例同时也为公司在行业内树立了一定的品牌影响力。未来，公司将凭借公司的品牌知名度，拓展和获取更多的优质银行客户。

多维度业务产品线助力公司发展

天阳科技拥有完善的业务结构，公司业务覆盖软件开发、专业测试和运维服务三个子板块。公司的软件开发业务主要围绕对公金融、银行风险管理、商业智能和信用卡业务展开。公司的专业测试服务主要针对功能测试和技术测试两个方面。

图表 16. 天阳科技软件开发业务结构



资料来源：公司资料、中银证券

图表 17. 天阳科技专业测试和运维服务业务结构



资料来源：公司资料、中银证券

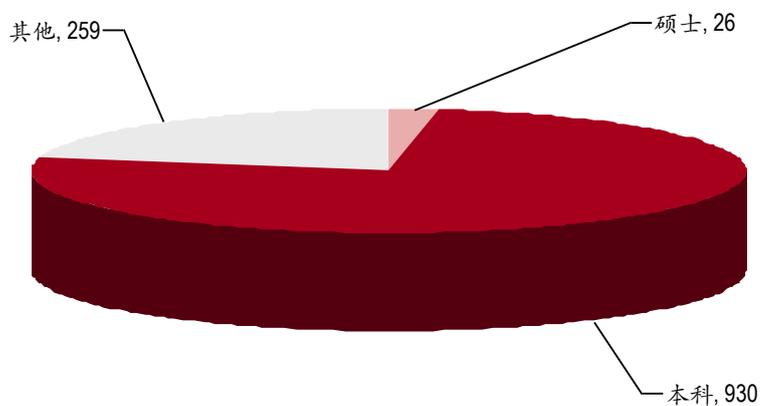
完善服务能力满足客户需求

服务能力是指一个服务系统提供服务的能力程度，能力要素主要体现在三个角度：人力资源、期间费用、服务网络。

人的劳动是所有高接触型服务和许多低接触型服务的一个关键能力要素，专业性质的服务以及基于信息和知识的产出尤其依赖于高技术水平的专业人员。人力资源能力要素主要体现在研发人员和销售人员构成情况。

天阳科技公司员工本科学历 997 人，硕士 37 人，大专 294 人。截至 2015 年 6 月 30 日，公司及其子公司技术研发人员共计 1,215 人，均在相关领域有丰富的知识背景。公司研发人员中，硕士学历 26 人，本科学历 930 人，本科学历以上研发人员占公司研发总人数的 78.68%。

图表 18. 2015 年天阳科技技术研发人员学历构成情况



资料来源：公开转让说明书、中银证券

天阳科技研发人员与同行业公司相比占比较高，员工具有专业的知识背景和软件开发能力。天阳科技研发人员为 1,215 人，高于长亮科技和安硕信息研发人员数量，反映了公司巨大的软件开发潜力。

图表 19. 2015 年天阳科技与同行业公司研发人员与销售人员情况

	天阳科技	长亮科技	安硕信息
研发人员数量	1,215	336	920
销售人员数量	24	33	16

资料来源：公开转让说明书、中银证券

公司对于研发和销售的投入反映了其服务能力，研发人员开发的技术资源与销售人员开发的客户资源相辅相成，是公司服务能力的集中体现。天阳科技研发费率 16.84% 和销售费率 5.53% 均低于长亮科技、安硕信息，反映了公司研发和销售的高效性。

图表 20. 2014 年天阳科技与同行业公司研发费率与销售费率情况

(%)	天阳科技	长亮科技	安硕信息
研发费率	16.84	21.16	20.1
销售费率	5.53	10.56	5.64

资料来源：公司年报、中银证券

公司在北京、厦门、上海、广州、深圳、天津、成都、重庆、贵阳、长春、武汉、长沙、福州、乌鲁木齐等十多个城市设立了分支机构，员工规模大，能为各地客户提供本地化的服务。

图表 21. 天阳科技子公司及控股公司基本情况

名称	住所	经营范围	负责人
天杨宏业科技股份有限公司厦门分公司	厦门市思明区海岸街 59 号 577 室	软件开发、信息系统集成服务、信息技术咨询服务、数据处理和存储服务	宋晓峰
厦门赞扬丰硕软件技术有限公司	厦门市软件园二期望海路 57 号 701 单元	软件技术开发、维护、咨询；软件产品研发及销售	宋晓峰
无锡天杨宏业软件技术有限公司	无锡市新区无锡中关村软件园 3 号楼 322 室	技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训；应用软件服务、计算机系统服务；数据处理；计算机维修；计算机、软件、辅助设备、电子产品、机械设备、通讯设备的销售。技术推广服务；基础软件服务、应用软件服务；	欧阳建平
北京银恒通电子科技有限公司	北京市朝阳区朝阳路 71 号 7 层 822	计算机技术培训；投资咨询；投资管理；技术进出口；销售计算机、软件及辅助设备、通讯设备、电子产品。	欧阳建平
北京天阳信卓网络科技有限公司	北京市海淀区中关村大街 11 号 13 层 1307-01	技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；计算机系统服务；销售自行开发后的产品。	欧阳建平

资料来源：公开转让说明书、中银证券

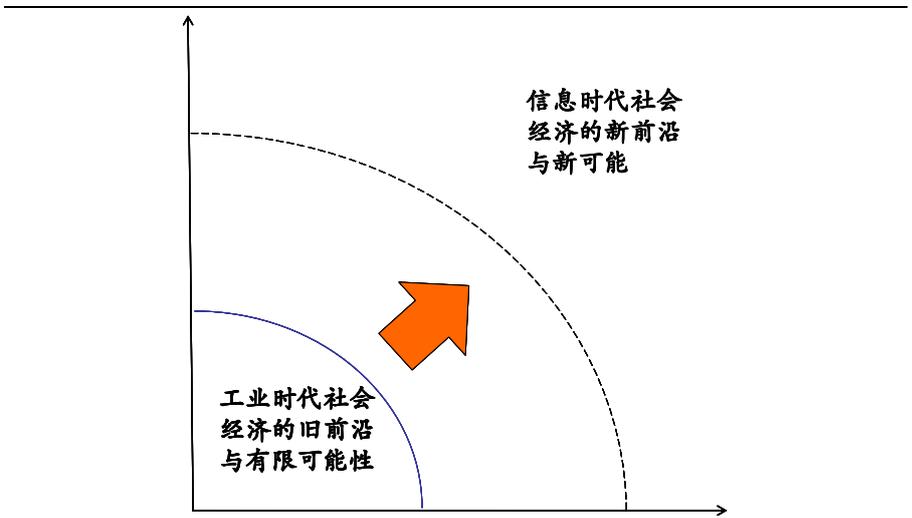
打造银行 IT 行业产品与服务平台提供商

互联网时代是平台经济时代。

阿里研究院在《新经济的十大议题》中指出“互联网带来了社会化大协作，平台模式是这种协作方式的主要体现和形态”“巨平台+海量小前端成为信息时代分工协作体系”。

“由于巨型平台及其生态圈的发育，社会的分工-协作体系，全面突破了工业时代“分工深化”与“协作成本上升”之间的相互锁定，提供了一套全新高度上的分工-协作体系，极大的扩展了社会经济的新边疆与可能性，提升了社会福祉”。

图表 22. 分工-协作边界曲线



资料来源：阿里研究院、中银证券

张五常教授在分析中国的县际竞争制度时指出“中国的县可以作为企业看，而适合的比喻是一个庞大的购物商场。租用商场的客户可以比喻为县的投资人。商场收的基本固定租金可以看作县收的地价，而商场收的分成租金可以比喻为增值税。商场的大业主选租客（县干部选投资人），多方面给租客提供服务（县也如是），而有号召力的租客（投资人），商场（县）会给予不少优惠条件。二〇〇六年底中国有二千八百六十个县（商场），互相竞争的激烈可想而知。”

我们认为平台的定位类似于中国经济制度中的县，选择企业入驻平台，为平台企业提供服务，参与收入分成等。

阿里研究院在《新经济框架：从行业分工到平台共享》报告中指出“消费者日益呈现出新特点，即需求个性、见多识广、相互联系增多和更加积极主动。他们的转变倒逼了商业组织向着“平台+小企业（个人）”的方向去演化，这样才能“接得住”大量“小多快”的需求。因此大企业内部也体现出“微经济”的特点，企业会将自身看作平台，内部员工组成类似于小企业的创新小团体，企业的任务就是为这些员工团体和个人服务，调动这些“创意精英”，更好的满足市场需求。由于员工的信息向社会公开、透明，企业之间的较量便转变为“平台+创新小团体（个人）”之间的竞争。延伸到组织外部，围绕着互联网平台，会形成众多“平台+小企业（个人）”的组合。”

图表 23.天阳科技投资并购情况

时间	被并方/被投资方	战略意图
2016-04	北京鼎信天威科技有限公司	公司出资人民币 490 万元自李金成、刘祥友受让其持有的鼎信天威 490 万元人民币出资额对应的股份；公司向鼎信天威出资人民币 110 万元（壹佰壹拾万元整）认购鼎信天威 40.8163 万元人民币新增注册资本，其余人民币 69.1837 万元计入鼎信天威资本公积。 本次对外投资是为拓展公司主营业务，增强公司盈利能力，进一步提高公司综合竞争力
2016-01	北京德惠众合信息技术有限公司	2016 年 1 月，公司出资 7,500,000.00 元投资北京德惠众合信息技术有限公司。 本次对外投资是为实现公司业务市场的拓展，提升公司的综合实力。
2015-06	银恒通	2015 年 6 月 10 日，股东马军峰、张帆、刘子焯、刘凤英将其持有的银恒通 100% 股权（出资额 5,000 万元）转让给天阳有限。本次投资是为补强公司已有业务方向、完善公司产业上下游。
2014-12	无锡天阳	2014 年 12 月 9 日，天阳有限认缴出资 1,000 万元成立无锡天阳。 本次投资是为补强公司已有业务方向、完善核心客户结构和区域布局、完善公司产业上下游。
2014-06	厦门赞扬	2014 年 6 月 16 日，将柯莱特所持有的厦门赞扬 100% 股权以 500 万元的价格转让给天阳有限。 本次投资是为完善公司业务线、客户资源和提高服务能力。

资料来源：公开转让说明书、中银证券

公司作为银行 IT 行业产品与服务提供商，将专注做好战略管理、品牌建设、投融资、后台运营支持和基础支撑平台产品的研发，我们认为天阳科技平台战略定位将突破传统 IT 企业的成长边界。

盈利预测与估值

基于公司未来几年覆盖客户数、产品线扩展、服务能力及平台战略，我们预测公司 2015 年-2017 年收入分别为 2.9 亿元、4.73 亿元、7.16 亿元，净利润分别为 5,160 万元、9,330 万元和 15,470 万元，每股收益分别为 0.375 元、0.678 元和 1.125 元。以 4 月 19 日收盘价 14.60 元计算，对应市盈率为 39 倍、21 倍和 13 倍，给予**买入**评级，目标价格 20.40 元。

图表 24. 盈利预测假设条件

	2014 年	2015E	2016E	2017E
软件开发业务收入(百万)	140.1	182.1	300.5	450.7
增长率(%)	96.62	30.00	65.00	50.00
毛利率(%)	49.19	49.00	51.00	52.00
专业测试业务收入(百万)	78	102	163	252
增长率(%)	(29.53)	30.00	60.00	55.00
毛利率(%)	51.99	52.00	52.00	52.00
运维服务业务收入(百万)	3.18	4	6	8
增长率(%)	27.20	30	40	40
毛利率(%)	56.97	52.00	55.00	60.00

资料来源：中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	190	223	290	473	716
销售成本	(117)	(112)	(146)	(232)	(347)
经营费用	(42)	(67)	(85)	(139)	(202)
息税折旧前利润	30	44	59	101	167
折旧及摊销	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
经营利润(息税前利润)	29	43	58	100	166
净利息收入/(费用)	(0)	(1)	(3)	(1)	(1)
其他收益/(损失)	1	0	1	1	1
税前利润	30	42	55	100	166
所得税	(2)	(3)	(4)	(7)	(12)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	28	39	52	93	155
核心净利润	28	39	52	93	155
每股收益(人民币)	1.381	1.971	0.375	0.678	1.125
核心每股收益(人民币)	1.386	1.973	0.375	0.679	1.125
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	18	30	63	52
息税前利润增长(%)	n.a.	47	36	72	66
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	45	35	71	66
每股收益增长(%)	n.a.	43	(81)	81	66
核心每股收益增长(%)	n.a.	42	(81)	81	66

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	30	42	55	100	166
折旧与摊销	1	1	1	1	1
净利息费用	0	1	3	1	1
运营资本变动	(23)	(73)	65	(119)	21
税金	(2)	(3)	(4)	(7)	(12)
其他经营现金流	(3)	3	2	4	(1)
经营活动产生的现金流	3	(28)	122	(21)	176
购买固定资产净值	1	(1)	2	2	2
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(1)	(1)	(5)	(3)	(4)
投资活动产生的现金流	0	(1)	(3)	(1)	(2)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2	33	(30)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2)	(28)	63	(105)	(222)
融资活动产生的现金流	(0)	32	85	(2)	(1)
现金变动	3	3	204	(23)	173
期初现金	0	12	15	219	196
公司自由现金流	3	(29)	119	(21)	174
权益自由现金流	5	5	92	(21)	174

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	12	15	219	196	369
应收帐款	124	139	127	306	413
库存	6	4	0	0	0
其他流动资产	0	1	0	1	1
流动资产总计	143	159	346	502	783
固定资产	5	4	6	7	8
无形资产	1	0	0	0	0
其他长期资产	2	1	1	1	1
长期资产总计	7	6	7	8	9
总资产	150	166	355	511	792
应付帐款	25	16	26	41	68
短期债务	0	33	2	2	2
其他流动负债	112	70	108	158	257
流动负债总计	137	119	137	200	327
长期借款	2	1	2	2	2
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	20	20	138	138	138
储备	(8)	26	79	171	326
股东权益	12	46	217	308	463
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	150	166	355	511	792
每股帐面价值(人民币)	0.58	2.30	1.58	2.24	3.37
每股有形资产(人民币)	0.53	2.28	1.57	2.24	3.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.54)	0.96	(1.56)	(1.40)	(2.66)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.9	19.6	20.4	21.4	23.3
息税前利润率(%)	15.3	19.1	20.0	21.2	23.2
税前利润率(%)	15.8	18.8	19.1	21.2	23.2
净利率(%)	14.6	17.7	17.8	19.7	21.6
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.3	2.5	2.5	2.4
利息覆盖率(倍)	234.5	37.0	16.9	192.4	319.6
净权益负债率(%)	净现金	41.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.3	2.5	2.5	2.4
估值					
市盈率(倍)	n.a.	n.a.	39	21	13
核心业务市盈率(倍)	n.a.	n.a.	39	21	13
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.7	10.3	54.3	30.1	18.1
市净率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
价格/现金流(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(0.4)	0.4	(3.6)	(1.9)	(2.2)
周转率					
存货周转天数	9.8	17.4	5.5	0.0	0.0
应收帐款周转天数	119.3	214.9	167.2	167.1	183.0
应付帐款周转天数	24.2	33.6	26.6	25.9	27.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	476.5	136.8	39.3	35.5	40.1
资产收益率(%)	35.7	25.4	20.8	21.5	23.7
已运用资本收益率(%)	105.2	21.1	8.6	8.8	9.9

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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