

互联网趋势观察-互联网金融

评级：增持 首次评级

行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

互联网金融带来深刻变革

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	12.09
沪深300指数	2440.61
上证指数	2212.52
深证成指	8504.74
中小板指数	5949.21

投资建议

- 2013年互联网金融处于明显萌芽阶段，监管层发言表示这是发展方向，金融资讯厂商跃跃欲试，腾讯和阿里暗渡陈仓。互联网金融变革刚刚开始。
- 互联网金融从业务上来看可以包括：券商业务、支付业务、信贷业务和保险业务，电子券商是本报告分析重点。
- 从美国嘉信理财的成长历程可以看到，通过互联网运营折扣经纪商业务，有可能出现爆炸式的增长。从2012年开始第三方基金销售牌照向软件厂商开放就打开了电子券商的改革之路。互联网的草根特性和长尾特性决定了电子券商必须走折扣经纪商路线、具备草根娱乐性、产品设计必须多元化。证券业务复杂多样，电子券商首先从投顾服务、基金和理财产品销售切入。东财、同花顺、大智慧、万得、恒生等公司禀赋、策略各不相同，我们在报告中做了详细的对比。阿里和腾讯是互联网金融最重要的参与者，从目前来看阿里对网络银行更感兴趣，腾讯对电子券商更感兴趣。
- 由于阿里、腾讯等公司的努力，技术的进步以及监管的放松，电子支付、互联网信贷业务也出现了繁荣的局面。电子支付产业链较长，技术路线复杂，移动支付方面的受益标的市场已经反复热炒，在本报告中不做重点讨论。互联网信贷方面，B2B公司纷纷有资讯向交易转型，实际上是一种变相的小贷业务，上海钢联、生意宝、焦点科技、慧聪网值得重点关注。
- 保监会对保险互联网销售的监管逐渐松绑，是网销保险规模将迎来爆发的基础，A股主要受益标的为焦点科技。
- 全面推荐互联网金融纯正标的。电子券商推荐序列：同花顺、恒生电子、东方财富、大智慧；互联网信贷推荐序列：上海钢联、生意宝、焦点科技、慧聪网；网销保险推荐：焦点科技。
- 互联网金融各方向均有确定机会的腾讯控股也在推荐之列。
- 近日，媒体开始大面积报道阿里申请成立网络银行，互联网金融的确在快速升温，提醒投资者注意把握投资机会。

报告部分数据由本研究所券商和保险行业研究员童楠提供支持

图表1：互联网金融推荐公司列表

	代码	9/9收盘价	EPS			PE			市值(亿元)	互联网金融未来看点	
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E			
赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130513050001 (8621)61038323 zhaoxx@gjzq.com.cn	同花顺	300033.SZ	26.10	0.19	0.13	0.40	135.20	200.77	65.25	36.38	电子券商
	恒生电子	600570.SH	19.33	0.32	0.45	0.64	59.76	42.96	30.20	124.24	券商最核心软件供应商/电子券商
张燕 联系人 (8621)60893126 zhang_yan@gjzq.com.cn	东方财富	300059.SZ	17.60	0.06	0.03	0.10	314.71	586.67	176.00	124.99	电子券商
	大智慧	601519.SH	5.7	-0.15	0.02	0.15	-38.58	285.00	38.00	113.30	电子券商
张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009 (8621)61038279 zhangshuai@gjzq.com.cn	腾讯控股	0700.HK	392.40	6.85	9.25	13.87	45.21	33.49	22.33	5726.37	综合互联网金融平台
	上海钢联	300226.SZ	38.24	0.29	-	-	130.14	-	-	46.34	B2B转交易，钢贸小
	生意宝	002095.SZ	39.10	0.22	-	-	138.07	-	-	63.73	B2B转交易
	焦点科技	002315.SZ	48.4	1.07	-	-	45.29	-	-	55.88	B2B转交易
	慧聪网	8292.HK	8.40	0.12	-	-	70.00	-	-	38.52	B2B转交易

来源：同花顺，国金证券研究所

内容目录

2013 互联网金融兴起，外延和内涵	4
互联网金融本质上是互联网厂商和软件厂商在金融领域的 O2O 实践	4
互联网金融的业务外延	4
电子券商的发展路径和经营之道	4
由美国证券经纪商的发展看电子券商	4
电子券商监管放行暗流汹涌	5
互联网草根特性和长尾特性决定了电子券商不同的经营理念	6
从切入难度来看，券商业务可分为四个层级	6
东财、同花顺、大智慧、万得、恒生在电子券商业务上的竞争比较分析	7
BAT 三家是互联网金融的最大参与者	7
电子券商参与竞争将使券商经纪业务收入比例持续下降，500 亿元规模市场的颠覆者	8
支付、信贷和保险销售	9
电子支付爆发的临界点已经来临	9
互联网贷款野蛮生长	10
保险网销已经彻底放行	10
投资建议	11
电子券商系列	11
互联网信贷业务系列	13

图表目录

图表 1: 互联网金融推荐公司列表	1
图表 2: 互联网金融在支付手段、信息处理和扩大交易集合方面	4
图表 3: 从业务种类和业务环节上的组合看，互联网金融可以出现很多种业态	4
图表 4: 由于网络券商的出现，美国目前的券商主要分为三类	5
图表 5: 20 世纪 90 年代中期，嘉信理财推出基于互联网的在线理财服务后，规模快速增长	5
图表 6: 2012 年以来电子券商逐渐发酵	6
图表 7: 互联网本身的特性决定了电子券商要走低价、草根、长尾的经营路线	6
图表 8: 券商业务复杂，从难度上可以分为四个层级，电子券商从投顾、基金和理财产品销售切入	7
图表 9: 东方财富、同花顺、大智慧、万得、恒生竞争比较分析	7
图表 10: BAT 三家在互联网金融方面的行动和优势、不足分析	8
图表 11: 美国平均每笔网上交易佣金(美元)	8

图表 12: 中国股票基金净佣金率	8
图表 13: 美国券商净收入各项业务结构变化.....	9
图表 14: 美国券商经纪业务细分收入结构变化趋势.....	9
图表 15: 中国券商收入结构变化	9
图表 16: 2012 年国内券商经纪业务规模约为 500 亿元, 对于颠覆者来说是一个足够大的目标市场.....	9
图表 17: 电子支付爆发的临界点已经来临	10
图表 18: 国内 B2B 都有向交易服务转型进入互联网金融的计划.....	10
图表 19: 保险网销发展相关法律法规	11
图表 20: 上海钢联、生意宝、焦点科技、慧聪网在互联网金融领域的行动..	13

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

2013 互联网金融兴起，外延和内涵

互联网金融本质上是互联网厂商和软件厂商在金融领域的 O2O 实践

- 金融本质上信息流和资金流在金融中介的协调下进行重新配置。传统金融在支付手段、信息处理以及交易可能性集合上的效率都不算很高。
- 但是由于金融业长期被金融中介和社会精英所控制，其效率的提高速度缓慢。
- 进入互联网时代后，互联网和软件厂商在支付手段、信息处理以及扩大交易可能性集合方面都有更强的技术手段和更低成本的实现方式。并且互联网以一种草根的，去中心化的方式，力图摆脱中介对效率的影响。
- 从本质上来说，互联网金融是互联网厂商和软件厂商在金融领域的 O2O 实践。

图表2：互联网金融在支付手段、信息处理和扩大交易集合方面

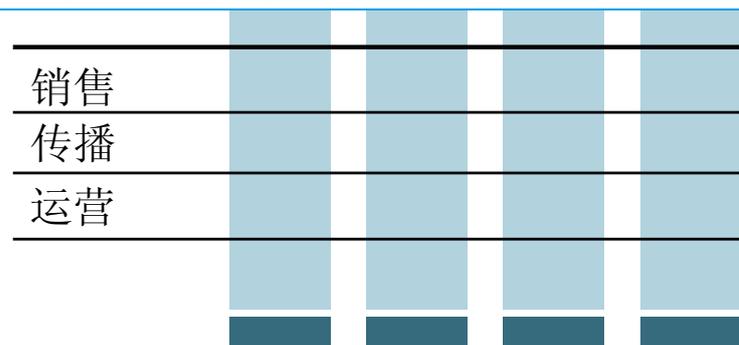


来源：国金证券研究所

互联网金融的业务外延

- 互联网金融从业务种类上包括证券、支付、信贷和保险业务；从业务环节上包括销售、传播、运营。横向纵向的排列组合可以出现多种互联网金融业态。虽然不是每一种业态都存在，或者可以命名，但是这是互联网金融目前可测的外延。

图表3：从业务种类和业务环节上的组合看，互联网金融可以出现很多种业态



中国价值投资网 最多、最好 证券 支付 信贷 保险

来源：国金证券研究所

- 本报告的讨论重点在互联网证券即电子券商业务，下一章我们将展开论述。

电子券商的发展路径和经营之道

由美国证券经纪商的发展看电子券商

- 美国从 1975 年取消固定佣金制度到 1999 年《金融服务现代化法》废除分业经营的限制，伴随互联网技术的发展，美国证券行业经历了从电子化兴起到传统券商全面进入的过程。美国网络证券交易模式按照差异化服务逐步发展成以 E-trade 为代表的纯粹网络证券经纪公司（再如 TD Ameritrade）、以嘉信理财为代表的综合型证券经纪公司（再如 Fidelity, Jack White）和以美林为代表的传统证券经纪公司（再如 Paine Webber, Morgan Stanley, A.G.Edwards）。

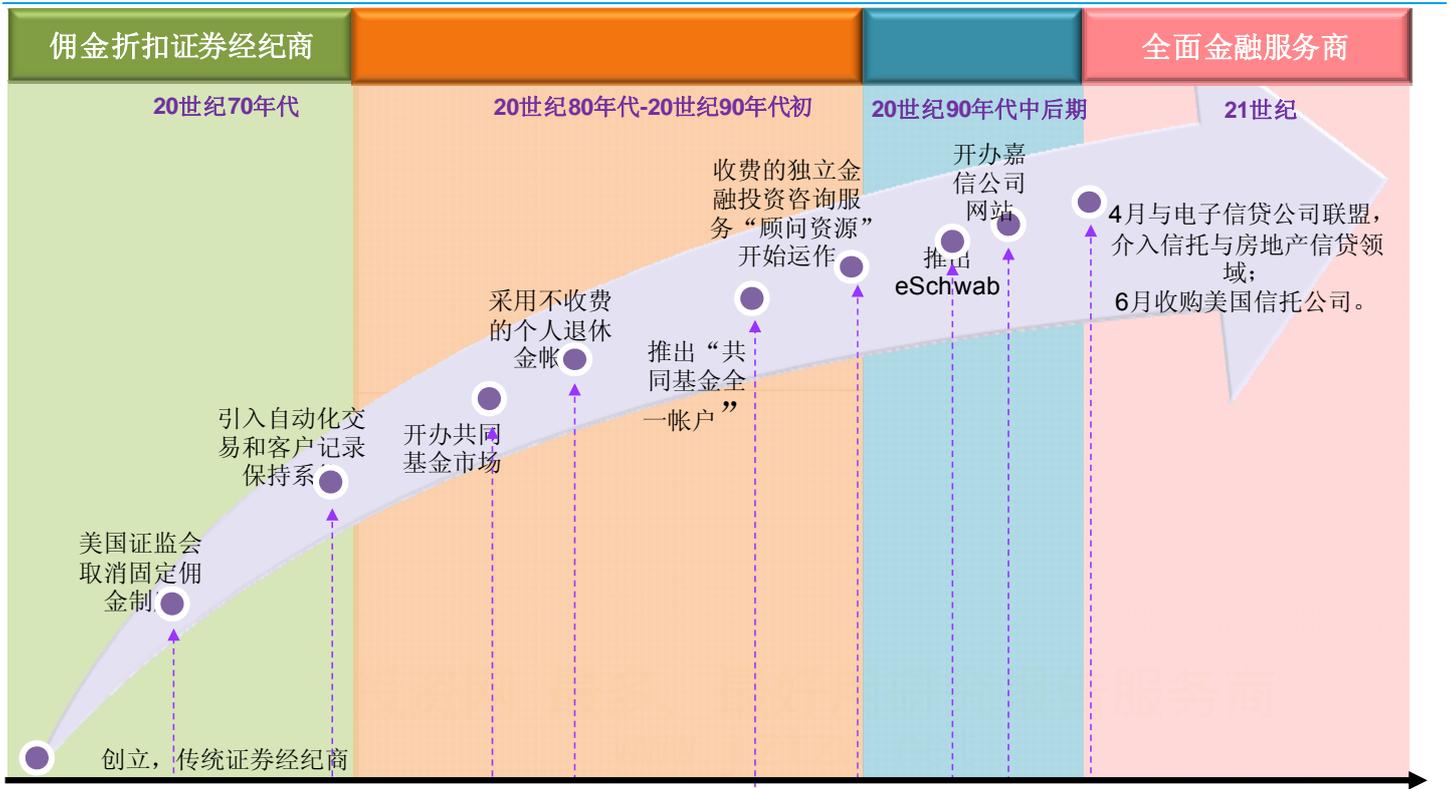
图表4: 由于网络券商的出现, 美国目前的券商主要分为三类

	纯粹网络证券经纪公司	综合型证券经纪公司	传统证券经纪公司
概述	纯低端通道服务, 交易完全在网上进行, 没有有形的营业网点, 与信息服务公司合作提供咨询服务和资产管理工具, 平均每笔佣金约10美元	同时通过店面、电话、传真、网上交易向投资者提供廉价服务, 平均每笔佣金29.5美元	定位高端, 面对面、全方位资产投资组合咨询等服务, 每笔佣金100-400美元
优势	较强技术开发能力, 低成本, 便捷网上交易通道, 深度折扣吸引价格敏感且服务要求不高的客户	转型为提供全方位咨询服务的券商, 吸引中产阶级个人投资者和部分机构投资者	强大投研能力和资产组合咨询能力等, 提供全权资产管理服务
劣势	缺乏长期积累的投资顾问和客户群体	没有强大的咨询研发部门	客户群体较为局限
代表	E-trade、TD Ameritrade	嘉信理财、Fidelity、Jack White	美林、Paine Webber, Morgan Stanley, A.G.Edwards

来源: 国金证券研究所

- 嘉信理财虽然是综合型经纪商, 但是其规模发展最快的部分是其向电子券商转型的 90 年代后。20 世纪 90 年代中期, 嘉信理财实现重大突破, 推出基于互联网的在线理财服务, 迅速成为全美最大的网上理财交易公司。目前所有活跃帐户总数超过 700 万, 管理资产总额逾 10000 亿美元。

图表5: 20 世纪 90 年代中期, 嘉信理财推出基于互联网的在线理财服务后, 规模快速增长



来源: 国金证券研究所

电子券商监管放行暗流汹涌

- 自 2012 年证监会放行第三方互联网基金销售资质开始，电子券商逐渐暗流汹涌。2013 年以来，虽然证监会尚未就电子券商做出明确的政策表态，市场对电子券商的预期已经开始升温，相关股票也得到了追捧。

图表6: 2012 年以来电子券商逐渐发酵

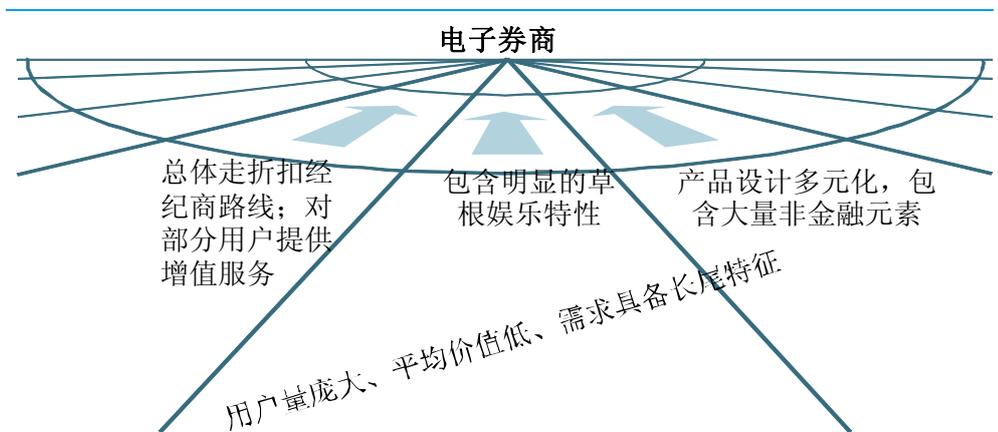
时间	事件
2012年2月	证监会开始发放第三方基金销售牌照，东方财富、同花顺、恒生电子等金融IT企业均已获得牌照
2013年3月	证监会主席助理张育军曾表示“互联网金融今年必然要突破”
2013年3月	证券业协会发布《证券账户非现场开户实施暂行办法》，就此扫清了券商缩减营业部的障碍
2013年4月以来	东方财富、同花顺、大智慧等公司或明示或暗示将积极申请电子券商牌照；股价受到资本市场的热捧。
2013年6月	支付宝推出余额宝，正式发力基金销售业务，目前规模已超500亿元。
2012年-2013年	腾讯自2012年收购操盘手以来，陆续在PC和手机端推出多款资讯软件，受到热捧。最近也传出和证券公司合资电子券商传闻。

来源：国金证券研究所

互联网草根特性和长尾特性决定了电子券商不同的经营理念

- 互联网本身具有用户庞大、平均价值低、需求具备长尾特征，这决定了电子券商要走与传统券商不一样的路子。
 - 走折扣经纪商路线，对部分用户提供增值服务
 - 具备明显的草根和娱乐特性
 - 产品设计多元化，包含大量非金融元素

图表7: 互联网本身的特性决定了电子券商要走低价、草根、长尾的经营路线

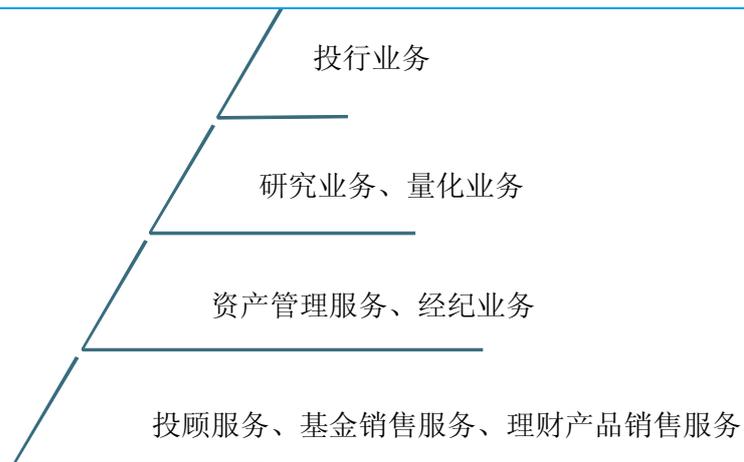


来源：国金证券研究所

从切入难度来看，券商业务可分为四个层级

- 券商业务复杂多变，电子券商出身互联网与软件产业。即使获得牌照也难以全面展开业务。我们按照互联网厂商切入业务的难易程度，将券商业务分为以下四个层级。
- 东方财富、同花顺、大智慧等厂商需要从第一层级“投顾、基金/理财产品销售”切入券商业务。
- 万得资讯、恒生电子若从事电子券商可能起点较高，可以从研究业务和量化业务切入。

图表8: 券商业务复杂, 从难度上可以分为四个层级, 电子券商从投顾、基金和理财产品销售切入



来源: 国金证券研究所

东财、同花顺、大智慧、万得、恒生在电子券商业务上的竞争比较分析

- 东方财富、同花顺、大智慧、万得、恒生是金融资讯提供商或者交易系统提供商, 是与券商业务联系最紧密的 IT 厂商。在电子券商的浪潮中, 他们也将是第一批参与者。
- 虽然有的厂商表态将申请电子券商牌照, 有的厂商没有这样表态。但是从各家业务形态和战略方向来看, 一旦电子券商开闸, 都或多或少的会参与其中。
- 我们将各家厂商的主要业务、优势、电子券商的切入点以及所面临的难点分析如下。

图表9: 东方财富、同花顺、大智慧、万得、恒生竞争比较分析

厂商	主要业务	优势	切入业务	不足之处
东方财富	股吧、个人终端、天天基金网	数量庞大的股民、股吧和天天基金网的高流量, 媒体属性突出	基金销售/理财产品/资管业务/经纪业务	投顾服务能力偏弱, 直面腾讯竞争
同花顺	网上交易系统、个人/机构终端、网站、基金销售	机构、个人业务全布局, 个人终端的普及率很高	基金销售/投顾服务/经纪业务	没有一项业务具有突出优势
大智慧	个人/机构终端、投顾、研究支持	个人方面覆盖率高, 投顾服务能力强。机构方面, 学习彭博的布局力度最大	投顾服务/经纪业务/研究服务/量化服务	机构业务还没有和Wind抗衡的实力, 个人业务过于偏重投顾服务, 受股市影响较大
万得	机构终端、研究支持、投研系统	机构方面已经形成垄断优势, 对研究的理解深厚	研究服务/量化服务	直面券商研究所的竞争
恒生电子	交易系统、投研系统、聚源数据库、数米基金网	交易系统方面形成垄断优势, 成为机构客户最离不开的系统供应商	量化服务/基金销售	难以摆脱系统供应商的角色

来源: 国金证券研究所

BAT 三家是互联网金融的最大参与者

- BAT 即百度、阿里和腾讯, 中国的互联网问题无法绕开这三家公司的战略。
- 到目前百度在金融领域的动作还比较慢。阿里对互联网银行表现出了极大的兴趣, 而腾讯则对电子券商跃跃欲试。在下表中, 我们将三家在互联网金融方面的行动、优势和不足做了对比分析。

- 如果互联网金融在未来有大的机遇，BAT 三家，特别是阿里、腾讯两家将是这场变革的最大参与者。也是东方财富等公司的真正竞争对手。
- 需要提醒的一点是，对于 BAT 三家中的任何一家，监管都不是最重要的问题。监管的障碍完全可以通过收购一家证券公司解决。

图表10: BAT 三家在互联网金融方面的行动和优势、不足分析

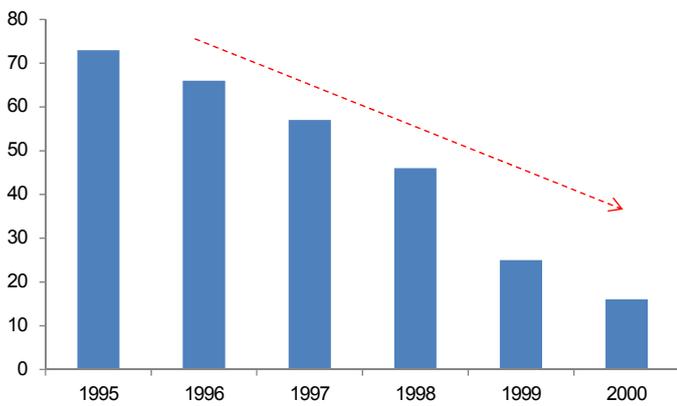
厂商	互联网金融方面的行动	优势	不足
阿里	运营支付宝多年，阿里金融已经组建。从事支付业务、小贷业务、基金销售业务。目前正在申请互联网银行牌照	从支付宝开始阿里逐渐了解银行业务。目前阿里在很多方面就相当于银行，只缺牌照。目前支付宝是互联网用户的主账户	对银行业务关注较多，在证券方面几乎没有积累
腾讯	收购益盟操盘手，布局金融资讯软件，从事支付业务。市场传言其有意进入电子券商领域	海量用户，优秀的产品经理团队。支付和证券业务并行，电子券商方面也占得先手	财付通目前和支付宝仍有差距，腾讯在互联网金融上投入的力量不如阿里
百度	近期低调上线百度金融内测版，从目前可见的部分来看，百度金融已经可以支持车贷、房贷、消费贷款、经营贷款以及信用卡搜索。	具备资讯体量和检索能力优势	在金融领域投入太晚，目前仍然缺乏整体思路

来源：国金证券研究所

电子券商参与竞争将使券商经纪业务收入比例持续下降，500 亿元规模市场的颠覆者

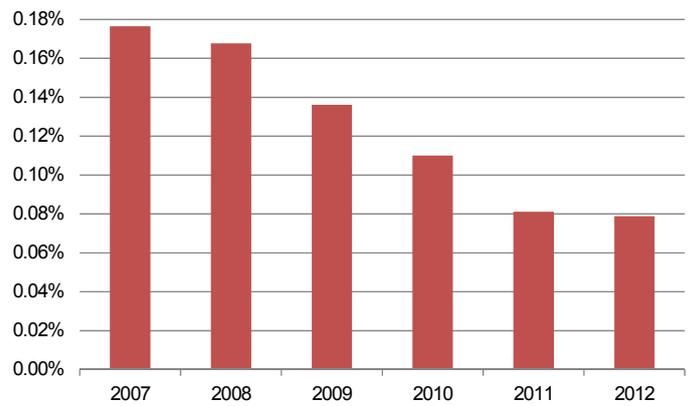
- 网络券商的发展对行业和公司自身的影响主要有非综合化和趋同化服务必然导致现有佣金比率大幅下滑，挤压经纪业务收入上升空间。
- 网络券商的蓬勃发展和激烈竞争引发美国上世纪 90 年代证券行业第二波佣金战，平均每笔网上交易佣金从 1996 年的 66 美元下降至 2000 年的 16 美元，虽然国内目前股票基金净佣金率在万分之八以下，但我们预计随着网络券商的准入，行业平均净佣金率将进一步下滑。

图表11: 美国平均每笔网上交易佣金(美元)



来源：国金证券研究所

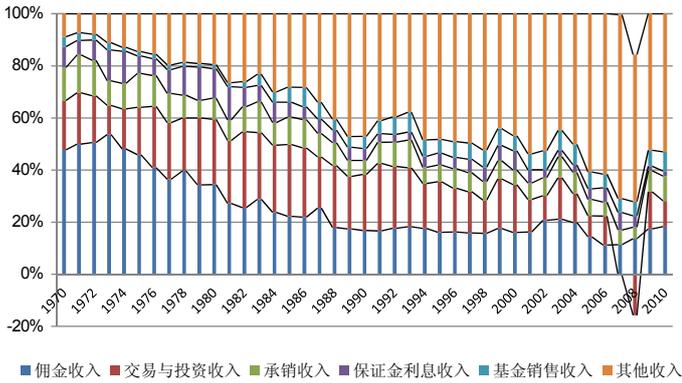
图表12: 中国股票基金净佣金率



- 上世纪 70 年代证券业网络化以来美国券商收入结构巨变，经纪业务佣金收入占比持续下滑，从 70 年代初平均 49% 下降至 2010 年的 18%，虽然资管、投行和基金销售等占比提升，但无法弥补经济业务的下滑。此外，从美国券商经纪业务细分收入看，交易所股票佣金占比从 2001 年的 48% 下降至 2010 年的 31%。

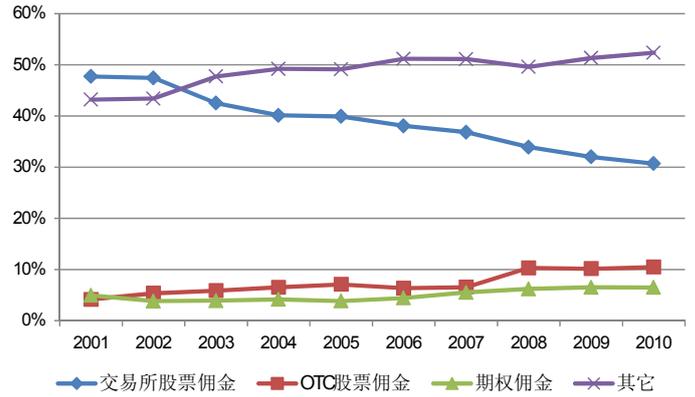
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表13: 美国券商净收入各项业务结构变化



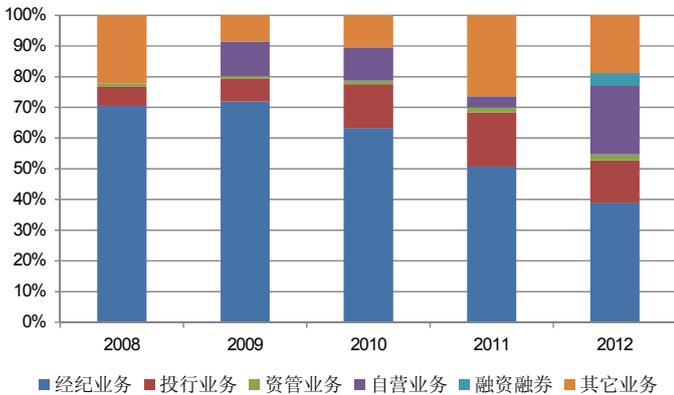
来源: SIFMA, 国金证券研究所

图表14: 美国券商经纪业务细分收入结构变化趋势



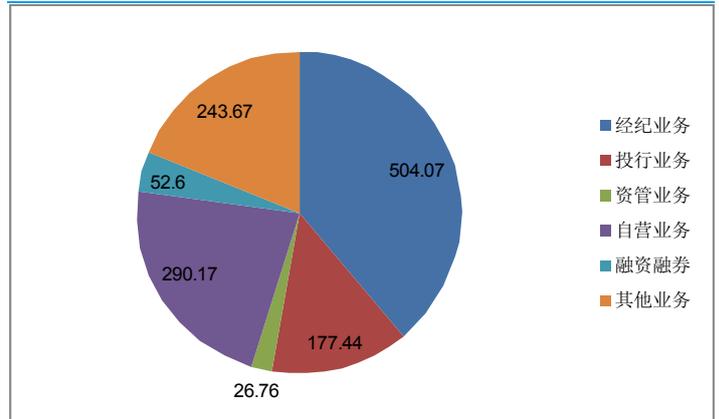
- 我国券商经纪业务收入占比从 2008 年 71% 下降至 2012 年的 39%，投行和自营业务收入占比提升较快，我们预计网络券商准入后，经纪收入占比将持续下降，只有通过创新等大力发展资管等业务，才能维持整体收入的稳定。
- 2012 年，国内券商的经纪业务收入规模约为 500 亿元。虽然电子券商牌照发放会导致竞争加剧，但是对于希望进入经纪业务的互联网公司来说，500 亿元的目标只是也是足够广阔的。

图表15: 中国券商收入结构变化



来源: 中国证券业协会, 国金证券研究所

图表16: 2012 年国内券商经纪业务规模约为 500 亿元，对于颠覆者来说是一个足够大的目标市场

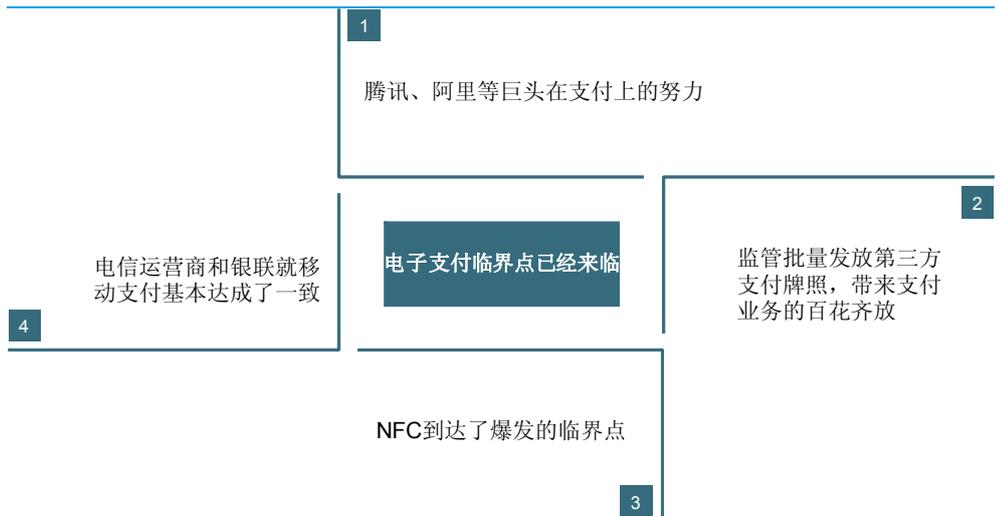


支付、信贷和保险销售

电子支付爆发的临界点已经来临

- 受四方面的因素推动，我们认为电子支付爆发的临界点已经来临：
 - 阿里、腾讯在支付领域的努力，使得网上交易越来越方便。
 - 监管部门规范第三方支付后，并没有吝啬牌照的发放。目前已经超过 300 家获得第三方支付牌照，行业百花齐放也是电子支付爆发的原因。
 - 由于成本的下降以及手机阵营逐渐统一意见，NFC 未来将成为高端手机的标准配置，预计 2013-2014 年 NFC 就会普及。
 - 电信运营商和银联已就移动支付达成了一致，由银联主导移动支付。

图表17: 电子支付爆发的临界点已经来临



来源: 国金证券研究所

- 电子支付是另一个很大的专题, 我们不作为此报告的讨论重点, 因此点到为止。

互联网贷款野蛮生长

- 互联网贷款是互联网金融最直接的诠释, 其目标是部分替代银行的信贷业务, 去中介的含义很浓厚。由于互联网信贷在降低交易成本、扩大交易可能性集合、数据收集和分析能力、支付手段等方面都具备强大的优势。且国内居民在固定收益投资渠道上的长期被压制, 互联网贷款目前处于野蛮生长的状态。
- 除专业的互联网信贷公司, 很多其他行业的公司也纷纷计划将闲置资金或者银行授信资金用于特定行业、特定客户的贷款业务。以提高整体资产的ROE水平。
- 国内 B2B 电子商务行业大部分的公司都有这个倾向, 上海钢联、生意宝、焦点科技、慧聪网都有从资讯服务转向交易服务的计划。

图表18: 国内 B2B 都有向交易服务转型进入互联网金融的计划

上海钢联	利用自有资金和其他渠道资金向钢厂厂商发放贷款, 同时建设钢贸交易电子平台, 力图成为复星系的阿里小贷角色。
生意宝	向市场传达建设大宗商品网上交易平台, 从资讯服务进入交易服务, 向客户提供融资担保等金融服务。
焦点科技	整个行业在向交易服务转型, 公司还没有向市场明确表态态度, 但是市场预期这是迟早的事。而且公司的资金实力相当雄厚, 一旦开始进入ROE提升周期, 基本面会出现反转。
慧聪网	行业中最早向交易服务转型的公司。

来源: 国金证券研究所

保险网销已经彻底放行

- 保险网销分为两部分力量: 1、保险公司自己的电子商务部门; 2、保险经纪公司或者互联网厂商。目前监管部门对保险互联网销售已经基本不设限制, 从事保险网销的互联网公司面临加速增长的机遇。
- 观察具体数据, 我国 2012 年保险网销保费收入规模达到 39.6 亿, 较 11 年增长 123.8%。保险网销较快发展首先得益于陆续出台的针对保险网销的相关法规和政策, 尤其是电子签名合法性的确立。目前已有 23 家寿险公司、16 家财产险公司和 49 家保险代理、经纪公司开展互联网保险业务。此外, 标准化财产险远超整体市场水平的增速奠定稳定的产品基础,

大型电商平台、第三方支付企业通过向传统金融市场扩张维持市场增速提供了有力支撑。

- 2013年2月19日，据媒体报道，由阿里巴巴的马云、中国平安的马明哲、腾讯的马化腾联手设立的众安在线财产保险公司，已走完监管审批流程，预计保监会很快将正式发布同意其筹建的批文。据介绍，“众安在线”或将突破国内现有保险营销模式，不设分支机构、完全通过互联网进行销售和理赔，主攻责任险、保证险等两大类险种。
- 我们认为，未来互联网公司在保险领域的作用不仅仅局限于代理销售。从长期来说，保险业务的全流程都有可能在互联网上运营。因此，目前从事保险销售的互联网公司，除当期利益外，仍有不小的战略价值。
- A股焦点科技拥有新一站保险代理公司和惠泽保险经纪公司，在网销保险领域经营多年。在互联网金融迎来拐点的大背景下，公司的网销保险业务有望迎来业绩回报。

图表19：保险网销发展相关法律法规

监管部门	实施时间	监管法规	意义
国务院	2005年4月	《中华人民共和国电子签名法》	电子签名与手写签名或印章具备同等法律效力
保监会	2011年8月	《中国保险业发展“十二五”规划纲要》	大力发展保险电子商务，推动电子保单以及移动互联网、云计算等新技术的创新应用
保监会	2011年9月	《互联网保险业务监管规定(征求意见稿)》	促进互联网保险业务规范健康有序发展，保护投保人、被保险人和受益人的合法权益
保监会	2012年1月	《保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法(试行)》	促进保险代理、经纪公司互联网保险业务的规范发展

来源：国金证券研究所

投资建议

- 本报告的重点阐述领域在于电子券商，我们推荐的序列也集中在电子券商领域。另外，互联网B2B企业纷纷由资讯转向交易，将集中带来一轮由互联网信贷业务带来的ROE提升过程，均值得推荐。

电子券商系列

- 对于A股该板块的公司，我们全线推荐。推荐顺序为：同花顺、恒生电子、东方财富和大智慧。
- 港股我们的推荐是腾讯控股。
- **同花顺（300033.SZ）**
 - 最全面的金融资讯厂商，主要业务构成：券商网上交易系统、个人炒股软件、天天基金网、机构研究终端、手机客户端各类产品齐全。PC端、手机端、网站等各渠道总注册用户数达到1.6亿，2012年每日独立IP的访问量约为271万个；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约357万人，2012年日最高并发人数达到225万人，每周活跃用户数约为518万人；2012年，同花顺手机金融信息服务拥有注册用户约2,697万人，每日手机金融信息服务实时并发人数约135万人。
 - 可以说同花顺是个人炒股软件中群众基础最好的一家，也是手机业务发展最好的一家。虽然东方财富的网站流量远高于业内同类网站，但如果把炒股软件流量一并算上，同花顺并不亚于东方财富。
 - 目前同花顺在烧钱的力度上偏小，属于稳扎稳打的潜在电子券商候选人。
 - 未来公司在软件广告、网站广告、基金销售以及iFind业务上都可以看到确定性的增长。软件和投顾增值服务与证券市场的周期性有关，电子券商的其他业务突破与监管的松绑力度有关。

中国价值投资网

- 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别 0.13 元、0.40 元、0.80 元，建议买入。

■ 恒生电子 (600570.SH)

- 券商软件供应商中最有技术门槛和卡位优势的企业，数米基金网、Web2.0 等互联网布局也较全面。总体上来说，恒生电子的 B2B 色彩浓厚，B2C 色彩比较淡。所以恒生电子的价值首先仍在于其对于券商的价值。
- 如果未来电子券商放行，恒生电子有望在交易和研究端介入券商业务。另一方面，为了面对电子券商的竞争，券商仍需要加强自身的信息化程度，恒生电子直接受益。
- 预计未来 2013-2015 年 EPS 分别为 0.45 元、0.64 元和 0.88 元，建议买入。

■ 东方财富 (300059.SZ) :

- 东方财富是金融资讯厂商中媒体属性最强的公司，也是彻底的 B2C 路线公司。目前东方财富网站的日均覆盖人数 819 万，遥遥领先于行业同类型网站。
- 目前公司的网站、股吧、天天基金、资讯终端等产品已经完全形成统一架构，公司近两年态度激进，完全牺牲利润来获取用户。
- 公司上半年销售基金 21.79 亿元，我们预计公司全年销售基金规模将超过 60 亿元。
- 如果电子券商推进较快，公司将在基金销售、资产管理、投顾服务、经纪业务等各方向全面开花。
- 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03 元、0.10 元、0.30 元，庞大的个人用户基础与激进的互联网态度是市场看好东方财富的核心逻辑，建议买入。

■ 大智慧 (601519.SH) :

- 大智慧是金融资讯公司中最懂个人客户的，其营销能力、投顾服务能力在行业中遥遥领先。
- 大智慧在很多场合下，直接充当了券商营业部投资顾问的角色。一旦电子券商放行，公司将在经纪业务和投顾业务上大放异彩。
- 大智慧上市后，在 B2B 方向上花了很多精力，全面学习 Bloomberg，进行了多起具有卡位优势的并购。但是公司的管理能力偏弱，并购后的整合效果不佳。因此进入了业绩的低谷。
- 我们判断，大智慧有两个目标：1、中国的彭博；2、网络折扣经纪商。第二个目标与公司的基因匹配，第一个目标与公司上市后努力的方向匹配。
- 从互联网金融的推荐逻辑上，大智慧是非常纯正的标的，是目前最像券商的金融资讯厂商。
- 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.02 元、0.15 元、0.25 元，建议买入。

■ 腾讯控股 (0700.HK)

- 腾讯是中国最有价值和长期成长性的平台级互联网厂商。懂得如何经营用户、流量和持续兑现。
- 微信壮大后，公司未来五年的成长点已见。目前腾讯的长期市值空间已经打开。
- 具体到金融互联网，腾讯收购益盟操盘手、发布 PC 端软件、发布手机端软件，产品设计深得用户喜爱。快速成为主流的金融资讯厂商。

- 在金融互联网领域，腾讯将全面布局银行、保险和券商业务，金融行业将是腾讯 O2O 实践的重要阵地。
- 自我们在 O2O 专题报告推荐以来，腾讯股价已上涨 30%。我们持续看好腾讯的股价上涨空间，推荐客户买入。

互联网信贷业务系列

- 互联网信贷系列中，我们的推荐主要集中在 B2B 行业。具体的推荐逻辑可见传媒研究员张燕 5 月 27 日在《B 2 B 电商由信息向交易转型,分享百亿市场》的阐述。
- 我们再次调用前文表格说明上海钢联、生意宝、焦点科技和慧聪网在互联网金融服务领域的行动。维持对该组合的推荐。

图表20: 上海钢联、生意宝、焦点科技、慧聪网在互联网金融领域的行动

公司	在互联网金融服务领域的行动
上海钢联	利用自有资金和其他渠道资金向钢贸厂商发放贷款，同时建设钢贸交易电子平台，力图成为复星系的阿里小贷角色。
生意宝	向市场传达建设大宗商品网上交易平台，从资讯服务进入交易服务，向客户提供融资担保等金融服务。
焦点科技	整个行业在向交易服务转型，公司还没有向市场明确表达态度，但是市场预期这是迟早的事。而且公司的资金实力相当雄厚，一旦开始进入ROE提升周期，基本面会出现反转。
慧聪网	行业中最早向交易服务转型的公司。

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

行业投资评级的说明:

- 增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；
- 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net