

2019-3-19

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

当前股价: 84.47 元

分析师 刘慧慧

☎ (8621) 61118750

✉ liuhh1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516080002

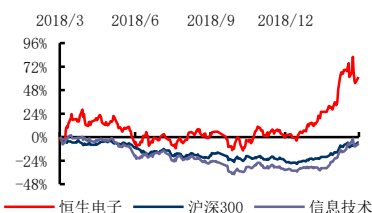
联系人 吴桐

☎ (8621) 61118750

✉ wutong@cjsc.com.cn

公司基本数据	2019.03.19
总股本(万股)	61781
流通A股/B股(万股)	61781/0
资产负债率	39.27%
每股净资产(元)	5.15
市盈率(当前)	110.75
市净率(当前)	16.39
12个月内最高/最低价	98.67/43.18

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《恒生电子深度: 科技为王, 再造龙头》2018-4-9

恒生电子 (600570.SH)

长江计算机 | 恒生电子系列深度之二: 证券资管 IT 系统变革影响几何?

报告要点

本报告与市场其它报告的不同之处在于: 首先阐明证券资管行业中核心 IT 系统具体的作用、主要原理及分工协作, 再论述 2019 年三大重要的政策变化及其对信息系统变革的影响, 最后落实到恒生电子的产品储备、对公司未来成长性的判断。

■ 2019: 证券资管信息系统变革之年

1、券商交易系统外部接入放开: 2月1日, 证监会发布《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定(征求意见稿)》, 标志着券商接口时隔近三年再次对外开放。接口开放的最大需求方是私募证券投资及量化金融机构, 针对账户分散无法统一管理、效率低下、对下单速度敏感等问题, 系统外部接入将有效改善投资管理及产品运营。券商端及私募端均将新增接入系统需求;

2、公募基金券商结算模式转为常规: 2月16日, 证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》, 将新设公募基金管理人证券交易模式从试点转入常规, 具体将带来结算系统、风控系统及托管系统等需求;

3、MOM 规则落地: 2月22日, 证监会发布《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》, MOM 产品以母账户-子账户的模式进行投资运作, 但严禁开设虚拟账户, 每个子账户都要依照程序在中证登开户, 实现穿透管理。母基金管理人需要建立完善的技术系统, 实行统一风控与收益结算。MOM 产品及各个子资产单元需要分别进行估值、核算。因此伴随 MOM 产品细则的落地, 未来将产生诸多配套系统需求。

■ 恒生电子卡位核心, IT 变革助推成长

针对券商信息系统外部接入, 恒生为私募及券商分别准备了成熟的 Oplus 证券投资系统及 PBOX 极速交易系统产品, 同时应对意见稿中仿真环境测试的要求, 公司推出完善的模拟测试平台, 在多家券商上线; 针对公募基金券商结算, 公司在业内率先推出机构柜台系统, 已于 2018 年 3 月开始陆续上线。

基于对下游金融企业 IT 需求的理解, 我们认为影响非银金融 IT 企业成长性的因素主要包括五点: 金融企业盈利能力(宏观经济、市场成交量)、政策/规则变化、金融创新、产品迭代升级与增量市场。2019 年政策推出的节奏远超市场预期, 而金融市场的变化直接带来证券资管信息系统的变化, 恒生电子作为卡位证券与资管等金融机构核心系统的 IT 供应商, 将最先受益于行业变化加速成长。预计公司 2019~2020 年归母净利润分别约为 8.9 亿元、11.6 亿元, 对应 PE 分别为 59 倍、45 倍。

风险提示: 1. 政策落地进展不及预期、新业务拓展市场份额不及预期的风险;
2. 新业务所需人员增长带来费用增长的风险。

目录

证券资管核心 IT 系统的分工协作	4
证券公司、交易所与登记公司：交易与清结算	4
公募基金与中登公司：份额登记与基金销售	6
公募、资管与私募等投资机构：投资交易与资产管理	7
2019：证券资管信息系统变革之年	11
券商交易系统外部接入放开	11
公募基金券商结算模式由试点转为常规	13
MOM 产品规范即将落地	15
恒生电子卡位核心，IT 变革助推成长	16

图表目录

图 1：券商柜台系统业务流程（非直连模式）	4
图 2：登记公司--证券公司总部--营业部--投资者的三级清算模式	5
图 3：券商结算与托管行结算模式区分	6
图 4：TA 系统汇总外界业务数据进行管理	7
图 5：TA 系统处理的三类业务	7
图 6：基金直销系统与基金代销系统区别	7
图 7：投资管理系统的账户结构分为基金层、资产单元层和投资组合层	8
图 8：机构投资交易流程	9
图 9：2018 年底我国共 8989 家私募证券投资基金管理机构	10
图 10：2018 年底我国私募证券投资基金共管理 35668 只产品	10
图 11：PB 服务主要包含三部分内容	10
图 12：PB 系统重要的风控功能	10
图 13：经历 2015 年市场波动后，2019 年证券公司重新对外开放交易信息系统接入	11
图 14：私募基金交易面临账户分散、系统差别多、服务缺失等问题	12
图 15：（量化）私募基金对 PB 系统、柜台系统、行情系统、托管机房等有特殊部署需求	13
图 16：信息系统外部接入管理意见稿中，对券商及机构投资者的要求	13
图 17：公募基金券商结算模式是加强维护市场稳定的风控措施	14
图 18：公募基金券商结算将产生对结算、风控和托管系统的增量需求	15
图 19：国内 MOM 资产管理模式的政策发展历史	15
图 20：非银 IT 企业成长性归因分析	17
图 21：恒生电子卡位基金、保险、信托、证券等核心系统，市占率领先（2016 年底数据）	17
图 22：Oplus 为私募提供投资交易、资产管理及风险控制功能	19
图 23：恒生 PBOX 交易系统提供快速交易与风控、极速报盘等功能	19
图 24：恒生模拟测试平台为券商提供	19

表 1: 券商结算与托管行结算对比	5
表 2: 拥有证券投资基金托管资格的 15 家券商明细	10
表 3: MOM 产品在风险控制、投资管理、估值核算、技术系统、费用列支等方面提出明细要求	16
表 4: 针对券商交易系统外部接入, 恒生为券商及投资机构提供全面的解决方案服务	18
表 5: 恒生行业首创机构柜台系统, 提供全业务、全流程的整体解决方案	20
表 6: 测算资管新规、沪伦通 CDR、科创板、券商结算/托管总市场空间约 34 亿元、恒生增量收入 20 亿元 (预计未来 2-3 年消化)	21

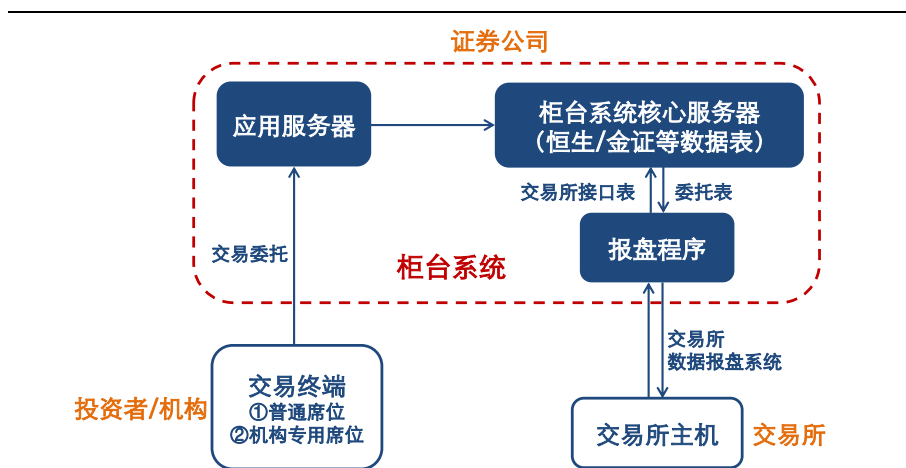
证券资管核心 IT 系统的分工协作

证券公司、交易所与登记公司：交易与清结算

柜台系统（又名集中交易系统）是券商接受个人/机构交易委托后，向交易所报盘的交易系统，国内由恒生电子、金证股份、顶点软件等公司提供，且恒生电子的系统市场占有率第一（约 50%）。行业发展早期，大多券商的柜台系统分别部署在各地营业部，其各自均拥有自己独立的柜台系统服务器，后来均集中到了券商总部，各券商租用专用机房/使用本地机房中的服务器部署柜台系统。

柜台系统的核心可理解为一组数据库表，其中包括客户资料、资金、股票余额、资金变动、股份变动等信息，发生的业务行为可理解为更新或查找数据表，通过将投资者的买卖委托快速发往正确的位置完成“交易”。参与证券交易的主体可分为个人投资者与机构投资者两种。个人投资者使用普通交易席位，券商负责交易、托管与结算；机构投资者（公募、保险、私募、券商资管等）使用机构专用交易席位，交易、托管与结算主体多有不同。

图 1：券商柜台系统业务流程（非直连模式）

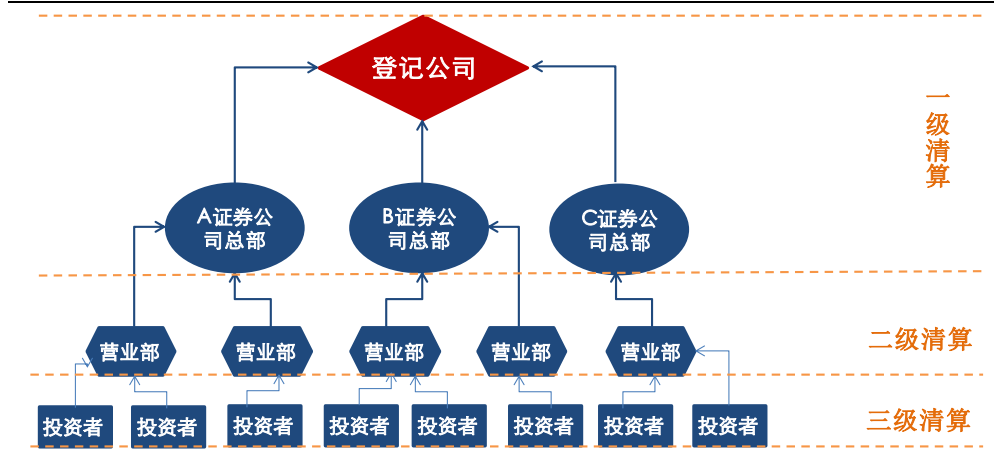


资料来源：长江证券研究所

交易与清算两个不同的业务，场内交易整体流程依序可分为：资金募集、托管、交易、清算与结算。在证券市场交易时间内，柜台系统不停地接受客户交易委托，向交易所报盘，并从交易所接受交易结果信息，但交易时间内的资金与证券变动是临时性的。通常在交易结束时间，登记公司将当天所有交易业务生成最终数据，发送给每个证券公司，此时的账户数据才是有效的。相应地，客户保证金存款散布在营业部、证券公司总部、登记公司的保证金专用账户中，以防营业部对客户保证金的挪用。

清算业务通常分为登记公司--证券公司总部--营业部--投资者之间的三级清算模式，在登记公司与证券公司总部（一级清算）、证券公司总部与各营业部（二级清算）的数据交换信息系统领域，福建新意科技是细分行业的领导者。另外，针对柜台系统、登记公司清算系统、法人清算（二级清算）系统、券商财务系统、外部银行系统的数据，还设有独立存管监控系统进行核对，用以审核股票余额、客户保证金、财务科目的平衡。

图 2：登记公司--证券公司总部--营业部--投资者的三级清算模式



资料来源：长江证券研究所

清算与结算是区别的，简单来讲前者指算账的过程，以计算结算金额；后者指划账的过程，完成账户划拨与变更登记。股票需要先清算，后完成结算。交易所金融产品的（二级¹）结算模式主要分为券商结算与托管行结算两种。**券商结算模式**下，通过在券商开的资金账户（即开在登记公司的结算账户）中进行结算，资金实时划转，对应分仓交易模式，交易委托通过券商报单给交易所；**托管行结算模式**下，通过在托管行开立的托管户进行结算，资金在 T+1 日净额交收，对应直连交易模式，交易委托直接发送交易所。其指令传输速度或快于券商结算模式，但加大了管理人运维及后台的工作量。

表 1：券商结算与托管行结算对比

种类	券商结算	托管行结算
结算路径	资金账户<-->券商<-->登记公司	托管户<-->托管行<-->登记公司
资金交收	实时划转资金： 交易后资金账户的资金立即扣减。盘后券商与登记公司清算，第二日交收资金； 对资金控制的需求较小	T+1日净额担保交收： 交易后托管户的资金不会立即扣减，在托管行与登记公司清算后，第二日从托管户进行扣减，托管行再与登记公司进行资金的交收； 需要严格控制头寸避免透支，更需要投资交易系统控制与运营人员的支持
交易模式	分仓模式： 投资管理人的交易委托通过券商间接报单给交易所	直连模式： 投资管理人的交易委托直接发送给交易所。如果没有自己的席位，需要租用券商席位并将其与托管行绑定
佣金收取	伴随交易发生，佣金直接从资金账户扣除	交易时计提应付佣金，于固定周期支付给券商
适用投资产品	适用于股票交易、场内交易为主的产品组合、私募等规模较小的产品	适用于场外交易占比高的产品（托管行结算模式免去资金银证间繁琐的结转，提高交易效率）
优点	办理方便，建设成本较低，无需缴纳结算备付金和保证金；交易稳定性合规性更强	资金使用效率高，交易速度快，结算数据接收快

¹ 交易所金融产品的结算分为一级结算与二级结算两层。一级结算：中登公司通过托管行/券商开立的结算账户进行总结算；二级结算：托管行与托管客户结算、券商与代理客户结算。

后台运营成本更低

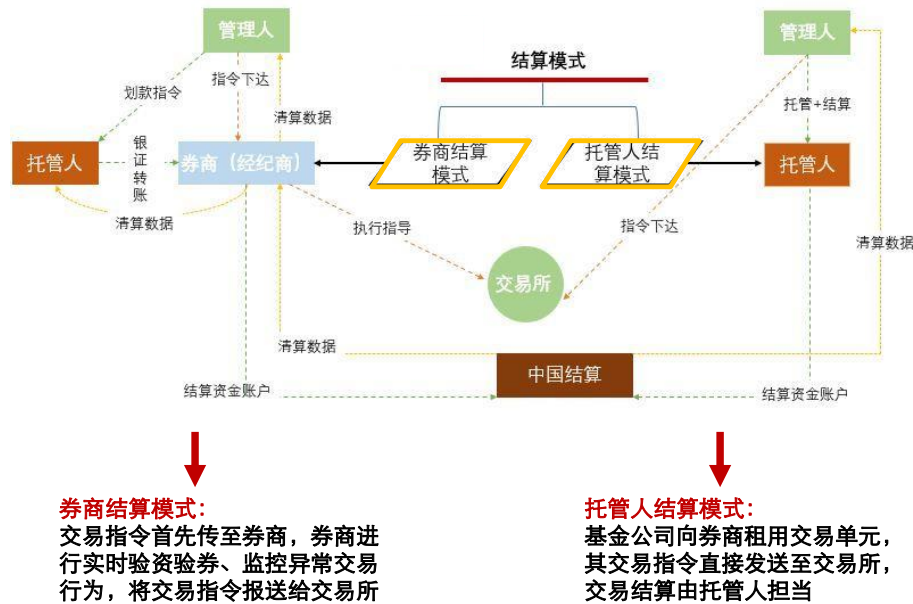
缺点

交易速度较慢，交易数据保密性不够高，交易数据接收较晚

成本高，备付金与结算保证金占用可用资金；
托管人需要对资金交收担保，当日交易次日划账；
后台运营成本较高

资料来源：金融监管研究院，长江证券研究所

图 3：券商结算与托管行结算模式区分

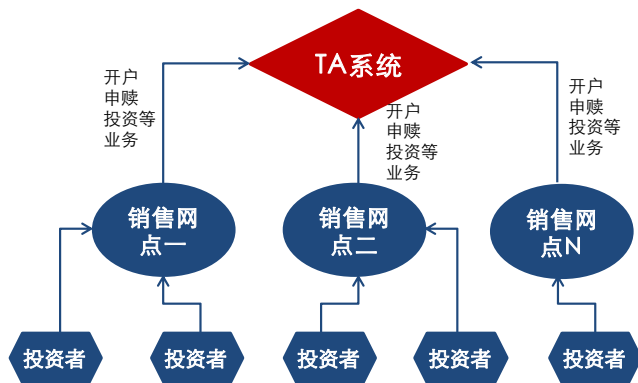


资料来源：金融监管研究院，长江证券研究所

公募基金与中登公司：份额登记与基金销售

TA (Transfer Agent) —— 份额登记系统用于注册登记投资基金的份额，其处理的业务可分为三类：账户类业务（如开户、销户、修改客户资料等）、交易类业务（如认购、申购、赎回、转托管、份额冻结/解冻等）和产品类业务（产品成立、发行、清盘、分红等）。基金公司的 TA 系统可分为自建 TA 与中登分 TA 两种，前者是通过自建（或第三方交付）模式实现场外开放式基金份额登记，后者是中国证券登记结算有限公司下放给各基金公司的端口，用以实现场外或场内交易结算等。TA 系统承担着为众多投资者分交易、分明细清楚记录每笔份额变动情况的复杂工作。

图 4：TA 系统汇总外界业务数据进行管理



资料来源：长江证券研究所

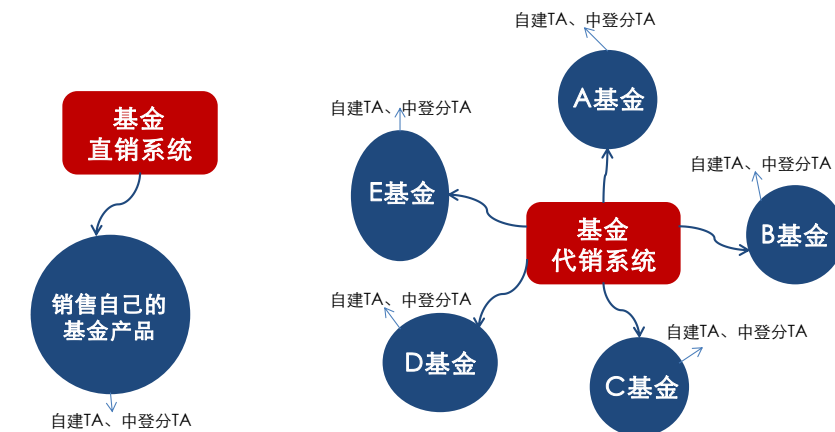
图 5：TA 系统处理的三类业务



资料来源：长江证券研究所

基金销售系统用于管理分散的基金销售网点，通过接收投资者的业务申请（开户、认购、申购、赎回等）并发送给 TA 系统，TA 系统汇总外界业务数据并加以管理。根据销售的分类，分为基金直销系统与基金代销系统。前者是基金公司用来销售自身产品的系统，后者由第三方基金销售机构（如银行、券商、独立基金代销公司）使用，通过基金代销系统与各基金公司 TA 系统、中登分 TA 系统联通实现多基金公司的多基金产品销售。

图 6：基金直销系统与基金代销系统区别



资料来源：长江证券研究所

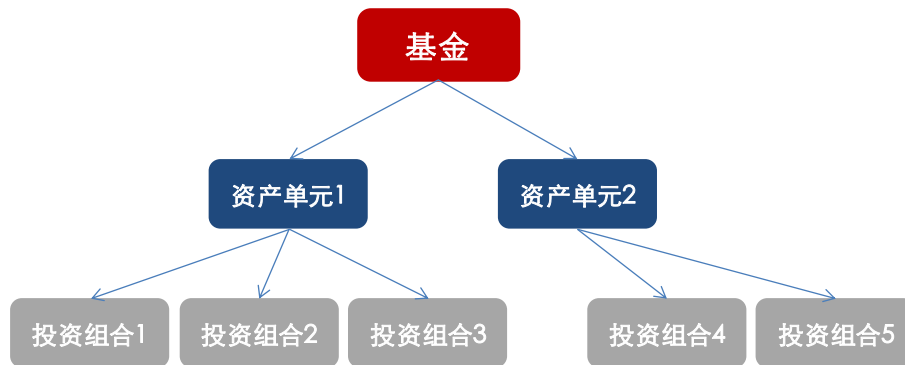
公募、资管与私募等投资机构：投资交易与资产管理

机构投资需要专门的投资管理系统支持，整体而言，公募基金、保险资管、信托资管、券商资管等投资机构大多自行采购投资交易、资产管理系统，其功能更丰富；而私募基金因历史原因及成本考量，目前多采用券商提供的 PB 系统进行交易。

1、公募基金、保险资管、券商资管等投资机构：

投资管理系统的账户结构一般分为基金层、资产单元层和投资组合层。其中，资产单元是资金管理的最小单位，每个资产单元可以给不同的人员来管理；在每个资产单元内，又可设置多个投资组合，可针对组合进行资产配置，设置相应的一组证券及权重，方便针对组合进行投资管理。

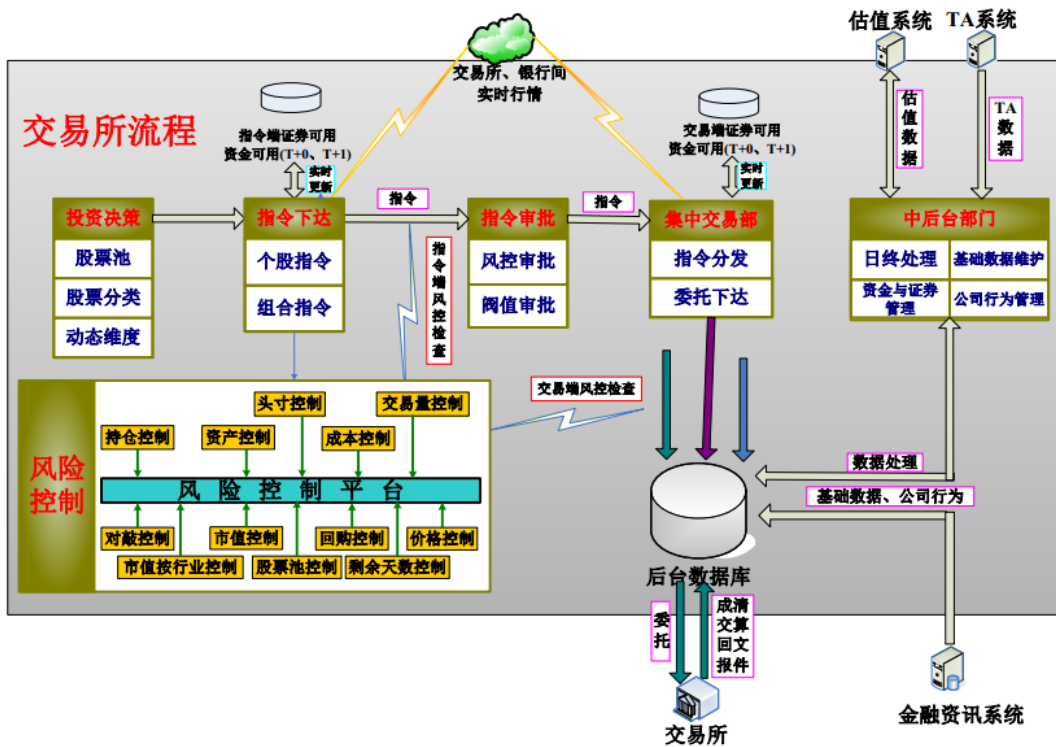
图 7：投资管理系统的账户结构分为基金层、资产单元层和投资组合层



资料来源：长江证券研究所

投资交易的大致流程是：投资决策委员根据研究报告提供投资建议，维护股票池并建立组合方案。投资经理下达指令。指令接受风险监测，如有风险，则根据预先设置的方式，进行阈值审批、风控审批、风险提示或者禁止下达等。通过风险流程后，中央交易员将指令分发到交易员。交易员根据指令执行交易委托。委托在报盘到交易所之前，同样接受风险监测。通过风险监测的委托被报盘到交易所。日终，系统根据清算文件作清算，并与估值对账。

图 8：机构投资交易流程



资料来源：云毅网络，长江证券研究所

2、私募证券投资基金管理机构：

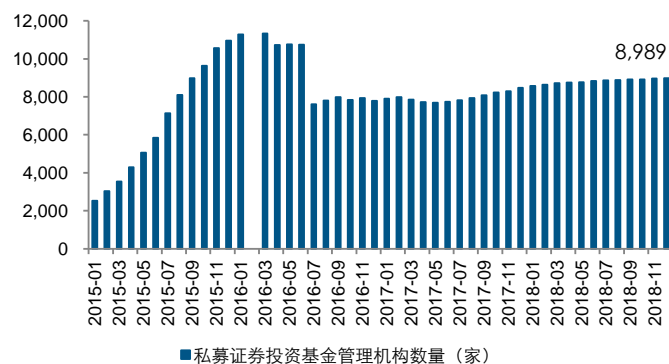
私募基金是证券投资领域数量众多的比较特殊的机构群体，一方面相比于公募基金，私募机构的规模体量较小。伴随金融工具、交易机制、清算交收方式越来越丰富多样，对于主动管理产品的私募机构，中后台需要持续高昂的人力与系统投入。为了专注投研，私募机构多通过第三方服务商或服务外包的形式提供中后台管理系统；另一方面不同于个人投资者，私募机构更为看重券商支持交易的服务能力，包括行情、交易、报盘、系统响应速度等，同时对投资策略、衍生金融工具、资金杠杆使用方面也有诸多需求。这便需要券商整合各业务线资源，为其提供一揽子服务。

2014年2月，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》出台，对私募投资基金的募集、运作、管理等做出规范，确立了其法定地位，国内阳光私募迅速发展。同时，2013年3月《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》正式实施，券商可申请与银行共同分享基金托管市场，截至目前共有15家券商拥有托管资格。截至2018年底，我国共有8989家私募证券投资基金管理机构，共管理35668只产品，平均每家管理的产品数量整体呈上涨趋势。

表 2：拥有证券投资基金托管资格的 15 家券商明细

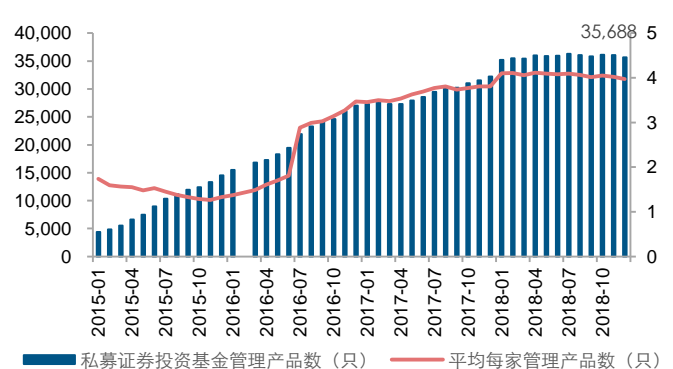
拥有证券投资基金托管资格的15家券商（简称）		
海通证券	银河证券	中信建投证券
国信证券	华泰证券	恒泰证券
招商证券	中信证券	中泰证券
广发证券	兴业证券	国金证券
国泰君安证券	中金公司	安信证券

资料来源：证监会，长江证券研究所

 图 9：2018 年底我国共 8989 家私募证券投资基金管理机构²


资料来源：Wind，长江证券研究所

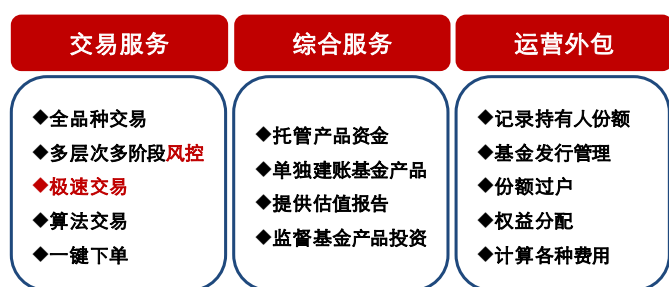
图 10：2018 年底我国私募证券投资基金共管理 35668 只产品



资料来源：Wind，长江证券研究所

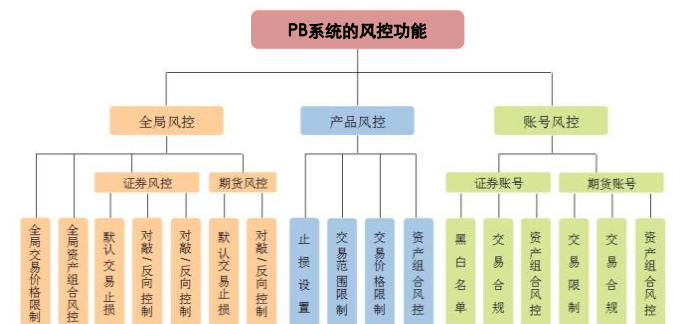
PB 系统是托管资格券商为私募投资者提供一揽子服务的软件工具，主要包括交易服务、综合服务与运营外包三方面，覆盖交易、托管、风控、估值、份额登记、运营等系列服务。其中风控模块作为对柜台系统报盘交易的前置，是 PB 系统最重要的功能之一。

图 11：PB 服务主要包含三部分内容



资料来源：长江证券研究所

图 12：PB 系统重要的风控功能



资料来源：讯投，长江证券研究所

² 2016 年 2 月，基金业协会发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》，指出对于已登记的私募管理人，若其未在规定的时间内备案私募产品，协会将注销其私募基金管理人登记。私募行业面临大规模整改，清除了很多长期未展业的空壳机构。因此 2016 年中私募证券投资基金管理机构数量出现断崖式下降；因 2016 年 2 月 Wind 没有统计数据，因此图 9 图 10 中空缺该柱状图。

2019：证券资管信息系统变革之年

券商交易系统外部接入放开

2015 年资本市场历经大起大落，7 月份证监会出台《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，针对子账户、分账户、虚拟账户等违反“证券账户实名制”的违规账户进行清理整顿，同时严格审查外部接入信息系统的交易；10 月份上交所、深交所配合发布《程序化交易管理实施细则》，针对程序化交易机构采取严格的申报核查制度，单独配置报盘通道与流量控制。自此以后，原本直接接入券商交易系统的下单模式虽然未被明令禁止，但已基本被叫停，导致量化交易、私募交易效率显著下降。

2019 年 2 月 1 日，证监会发布《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》，标志着券商接口时隔近三年有望再次对外开放。“交易信息系统外部接入”是指证券公司通过提供信息系统接口或其他信息技术手段，接入投资者交易系统并接收投资者交易和查询指令。

图 13：经历 2015 年市场波动后，2019 年证券公司重新对外开放交易信息系统接入



资料来源：证监会，上交所，深交所，长江证券研究所

过去第三方外部接入切断后，私募基金管理人的分仓管理、盯盘、策略、量化等需求只能依靠券商提供的自制系统完成。私募机构为了扩大规模通常与诸多券商合作，产品账户分散在不同的券商，面临账户分散、系统差别大、服务缺失等问题：

- **产品账户分散，缺少集中交易系统，操作难度增加。**私募机构通常将产品在为其代销的券商开户交易，成立的产品越多，往往越需要更多的券商提供经纪业务。因此不同的产品对应不同的账户，面对庞大的交易工作量，比如没有办法统一下单后再拆分，只能多账户逐一下单，容易出错且因下单价格不同导致账户不平等；

- **需要适应不同托管机构的交易系统差别,导致效率低下。**私募机构通常选择券商(具有托管资格)作为托管和交易机构,但每家券商的交易系统、托管合同与条款均不同,降低了运营效率;
- **产品小而多,导致私募服务的缺失。**私募机构发展初期,为了扩大规模需要尽力扩展渠道,寻找多家券商代销。而券商渠道代销的产品规模小、数量多,增加了基金中后台人员的工作量,同时为把控成本支出很难做到服务覆盖。

图 14: 私募基金交易面临账户分散、系统差别多、服务缺失等问题

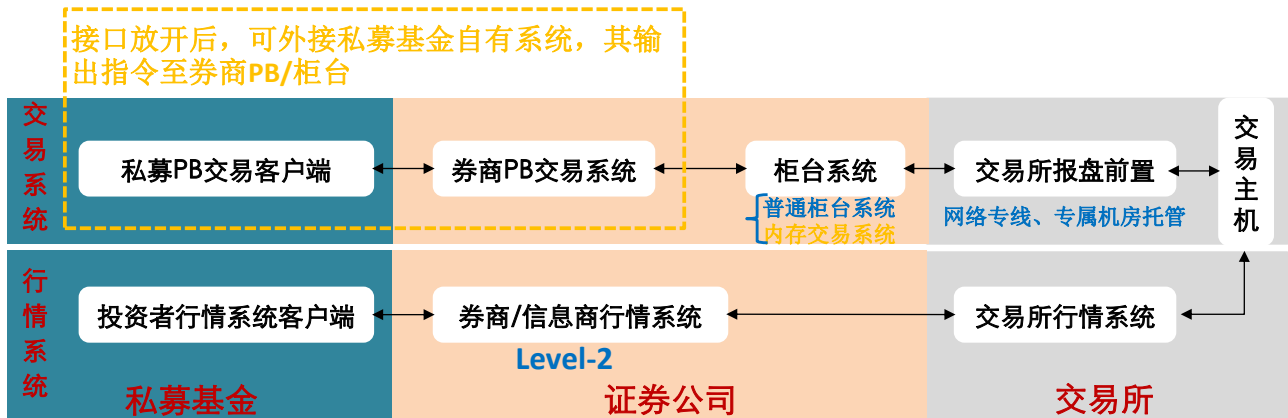


资料来源: 长江证券研究所

量化交易是利用计算机指令自动实现交易的投资方式。量化金融机构对算法、交易速度方面要求很高, 一般对 PB 系统、柜台系统、行情、托管机房、网络等都有特殊需求, 分别来看:

- **行情方面**, 需要向交易所采购实时 Level-2 行情数据, 其中比如“逐笔委托”是量化私募、T+0 策略常用的功能;
- **柜台系统方面**, 需要使用券商提供的内存交易系统。相较传统柜台系统在硬盘中提取数据, 内存交易系统是在内存中提取数据校验, 速度快很多;
- **PB 系统方面**, 目前国内 PB 系统可提供一揽子下单及简单的算法交易功能。程序化接入受限以来, 券商曾采购一些大型程序化客户自身提供的 PB 系统并报备后, 将其安置到券商服务器, 以供给专属客户使用, 满足更多定制化需求;
- **网络与机房方面**, 为了实现更快的交易速度, 通常使用虚拟专用网络线路。量化私募服务器往往托管在专属机房中, 保证交易稳定可靠, 同时与交易所的物理距离也是需考虑的优化因素。

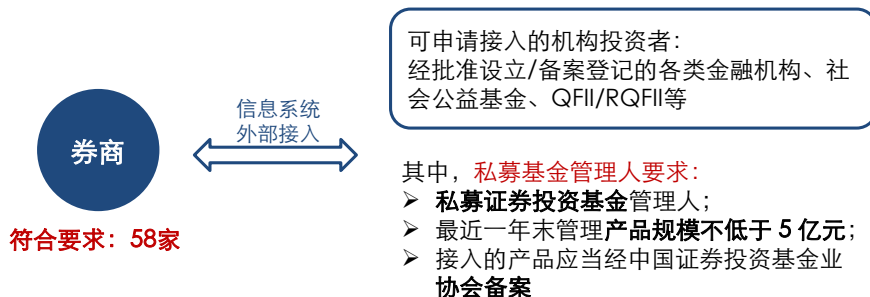
图 15: (量化) 私募基金对 PB 系统、柜台系统、行情系统、托管机房等特殊部署需求



资料来源：长江证券研究所

接口开放的最大需求方是私募证券投资机构，尤其是量化投资机构，因其通过数量化及程序化的方式发出交易指令，且对下单速度非常敏感，尤为依赖交易系统。本次信息系统外部接入的私募基金管理人要求为：“是私募证券投资基金管理人，最近一年末管理产品规模不低于 5 亿元，且接入的产品应当经中国证券投资基金业协会备案”。预计诸多大中型私募基金、量化私募基金等未来将申请券商交易系统接入。

图 16: 信息系统外部接入管理意见稿中，对券商及机构投资者的要求



资料来源：证监会，长江证券研究所

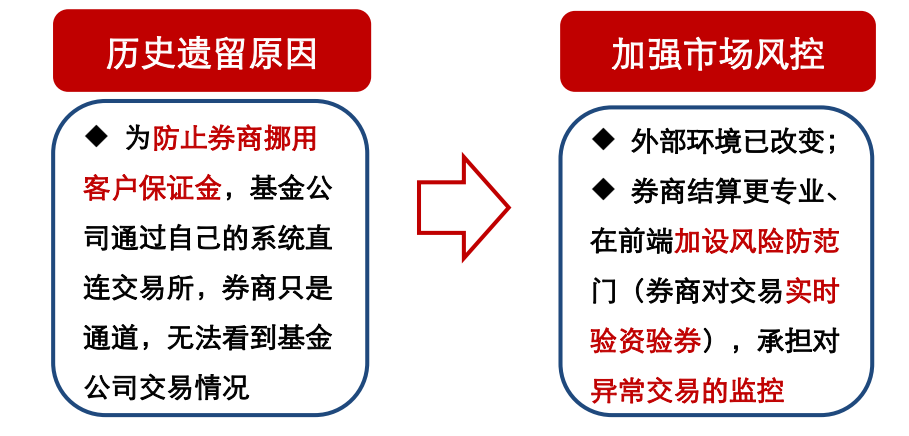
公募基金券商结算模式由试点转为常规

自 2003 年《基金法》颁布以来，商业银行（“托管行”）一直为托管产品办理结算业务，同时承担证券投资基金的托管与结算。过去除公募基金之外的其他类型产品均可采用券商结算模式。但公募基金因为券商挪用客户保证金的历史遗留原因，采用托管行结算模式，其结算参与方一直由托管行担当，交易指令并不通过券商系统，而是直接发送至交易所（直连模式）。

2017 年底，上交所、深交所启动新设公募基金采用券商结算模式业务试点，推动托管资格与结算资格审批分离，开始有 6 家券商和 6 家新设基金参与试点。2019 年 2 月 16

日，证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，将新设公募基金管理人证券交易模式从试点转入常规，同时鼓励老基金公司在新发产品时采用新交易模式。公募基金券商结算模式的落地，可看作是通过政策和市场规则加强维护市场稳定的风控措施。

图 17：公募基金券商结算模式是加强维护市场稳定的风控措施



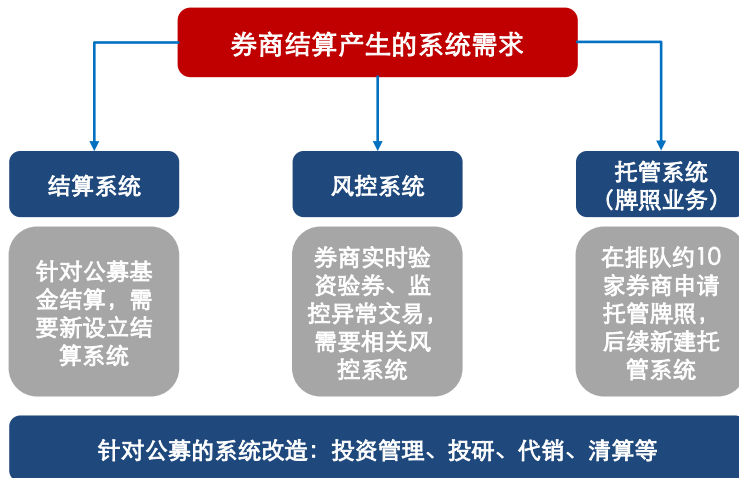
资料来源：券商中国，长江证券研究所

公募基金券商结算将为券商带来新增系统/模块需求，具体来看：

- **结算系统：**需要针对公募基金提供高性能、大并发、大容量、稳定的结算系统，对交易与结算系统性能、交收责任承担能力、客户违约处置能力提出更高要求。券商得以拥有高效的清结算能力，在每个交易日 19:00 前向基金管理人与托管人提供对账单数据，助力公募基金产品估值发布；
- **风控系统：**券商需对公募基金的每笔交易实行资券足额、交易异常等监控和管理，对交易事中和事后进行严格的风控，需要风控系统配合。券商需要保证公募基金资金、持仓、交易流水完全物理隔离，保证投资信息安全；
- **托管系统：**过去托管人结算模式下，考虑到银行渠道代销实力，公募基金大多托管在银行。券商结算模式下，券商在交易、托管、结算、研究等方面可提供一揽子综合服务，公募基金或更多考虑券商托管方式³。目前除了已持牌的 15 家券商之外，尚有约 10 家券商在排队申请证券投资基金托管牌照，未来将产生更多托管系统增量需求。

³ 新成立的基金如国融基金、凯石基金采用的是券商结算券商托管模式；恒越基金、合煦智远基金采用的券商结算银行托管模式。

图 18：公募基金券商结算将产生对结算、风控和托管系统的增量需求

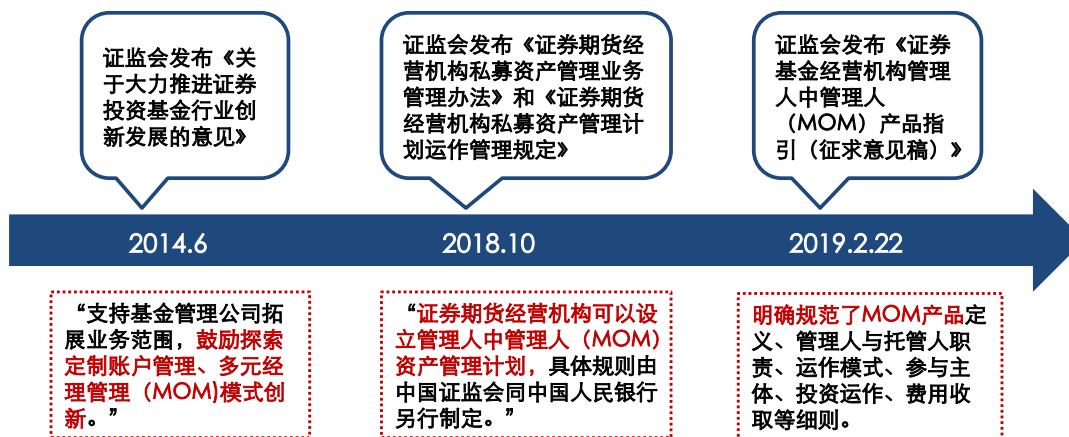


资料来源：长江证券研究所

MOM 产品规范即将落地

2019 年 2 月 22 日，证监会发布《证券投资基金经营机构管理人中管理人⁴（MOM）产品指引（征求意见稿）》，对产品定义、运作模式、参与主体资质条件、母子管理人及托管人职责划分、产品投资运作、关联交易管理、备案管理、费用收取等方面做出明确的规范。MOM 在海外是成熟的资产管理模式，有利于投资管理之间整合资源、优势互补、引进外部增量资金，证监会发布指引文件代表了我国证券市场又一重大金融创新即将落地。

图 19：国内 MOM 资产管理模式的政策发展历史



资料来源：证监会网站，长江证券研究所

⁴管理人中管理人（MOM）产品，是指证券投资基金经营机构（简称母管理人）将所管理资产管理产品部分或者全部资产委托给多个符合条件的第三方资产管理机构（简称子管理人）进行管理的资产管理产品。母管理人是 MOM 产品的管理人，履行法定的受托职责；子管理人是 MOM 产品的基金服务机构，受母管理人委托提供投资建议等基金服务，母管理人依法应承担的责任不因委托而免除。

MOM 产品以母账户-子账户、母基金管理人-子基金管理人的模式进行投资运作，但严禁开设虚拟账户，每个子账户都要依照程序在中证登开户，实现穿透管理。母基金管理人需要建立完善的技术系统，实行统一风控与收益结算。MOM 产品及各个子资产单元需要分别进行估值、核算。因此伴随 MOM 产品细则的落地，未来将产生诸多配套系统需求。

表 3：MOM 产品在风险控制、投资管理、估值核算、技术系统、费用列支等方面提出明细要求

方面	说明
募集方式及账户管理	公募、私募方式均可，据此可以在同一个产品开立多个证券账户。 严格要求子账户应依照程序在中证登开户，母基金层面要严格统一收益核算、统一风控、统一控制集中度等。（账户穿透，母账户与子账户统一规范化管理）
参与主体要求	母管理人： 证监会批准的资管机构，包括公募基金、基金子公司、券商资管等，要求具有专门投资研究团队，且投研人员不少于三人； 子管理人： 可从事资产管理业务的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及其他（不包括信托机构、私募基金仅包括证券类）
母管理人职责 (预计需要相应 IT 系统支撑)	母管理人应当建立健全内部控制与风险管理制度 ，确保 MOM 产品的投资管理、证券期货交易、估值核算、风险控制、合规管理、信息披露等业务操作符合相关法律法规的要求； 母管理人应当建立完善的技术系统 ，支持 MOM 产品的投资运作。涉及信息系统外部接入的，应当符合中国证监会相关规定； 对 MOM 产品及各个子资产单元分别进行估值、核算； 制定科学、清晰的 MOM 产品投资策略 ，并根据投资策略合理确定子管理人数量及各子管理人管理资产规模。
服务费收取	公募 MOM 产品的子管理人的费用应当从母管理人收取的费用列支 ，不能单独直接向投资人收取；私募 MOM 可以在协议中约定。
信息披露	应详细列明子资产单元划分标准、子管理人选择标准等核心产品要素。同时，在定期报告中披露子管理人的相关情况，包括基本信息、变动情况、管理规模、关联关系等，并在年度报告中披露子管理人当年合计获得的服务费用及占基金资产净值的比例等。

资料来源：证监会，金融监管研究院，长江证券研究所

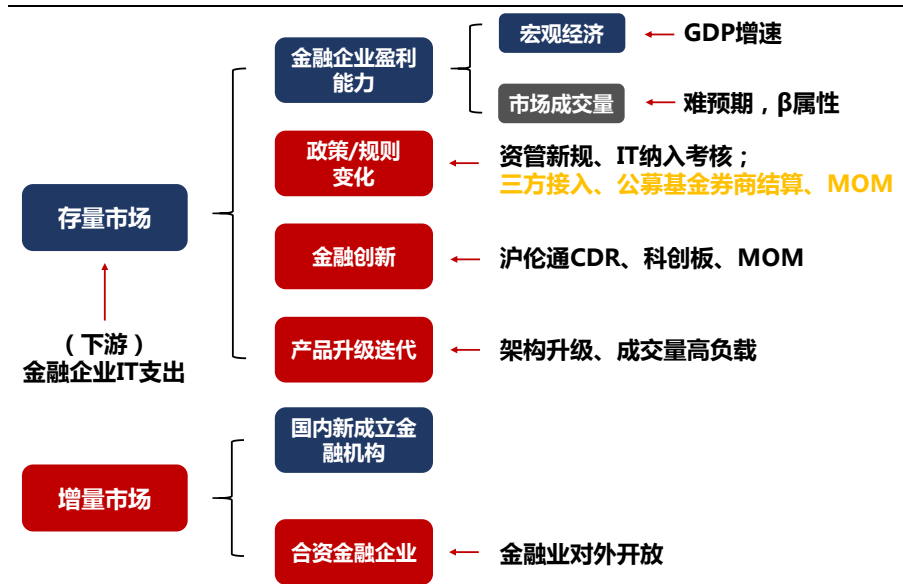
恒生电子卡位核心，IT 变革助推成长

为了探究政策/规则变化对恒生电子的影响，我们首先在非银 IT 行业层面进行了分析。我们对非银 IT（证券与资管 IT）公司历史收入与 GDP、市场成交量做相关性分析后发现，**宏观经济与 A 股成交量对非银 IT 企业有较大影响，但并非决定因素。基于对下游金融企业 IT 需求的理解，我们认为影响非银 IT 企业成长性的因素主要包括五点：**

- 1、金融企业盈利能力**，而宏观经济与市场成交量通过影响金融企业盈利性进而影响对 IT 系统采购的需求；
- 2、政策/规则变化**，无论监管政策放松或趋严，均需要升级信息系统配合；
- 3、金融创新**，国内资本市场处在发展阶段需要不断创新，将直接带动新增系统需求；
- 4、产品迭代升级**，一般来说，金融企业的核心系统拥有 6-8 年更新升级周期；
- 5、增量市场**，国内新设立机构与金融业对外开放新增全系统建设需求。

非银金融 IT 企业的收入增长，是各因素叠加综合作用的结果。例如 2017H1-2018H1 期间，经济增速有所下滑、A 股成交量较为稳定，但政策变化（如投资者适当性、反洗钱 3 号令、资管新规等）与增量市场（国内新设立券商、基金等金融机构）起正向作用，非银 IT 企业收入得以高增长。

图 20：非银 IT 企业成长性归因分析

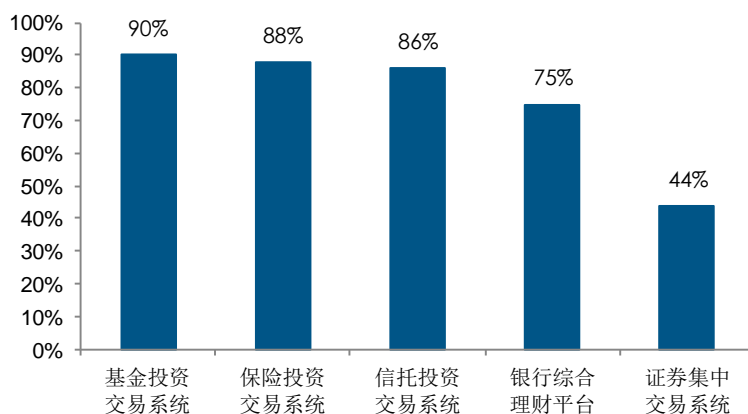


资料来源：长江证券研究所

因此 2019 年三大金融政策的落地，将直接为非银 IT 企业带来确定性系统建设增量需求，拉动行业增速，恒生电子作为行业龙头将最先受益。

恒生电子是国内领先的金融 IT 供应商，为证券、期货、基金、保险、信托、银行、交易所、私募等各类金融机构提供解决方案与服务。公司软件产品卡位各金融机构的核心系统，截至 2016 年底在基金、保险、信托行业的投资交易系统的市占率超过 85%，在证券集中交易系统的市占率接近一半，在银行综合理财平台的市占率超过 70%。

图 21：恒生电子卡位基金、保险、信托、证券等核心系统，市占率领先（2016 年底数据）



资料来源：CVC 投资内参，长江证券研究所

1、券商信息系统外部接入与 MOM 产品管理：Oplus 与 PBOX 早有储备

证券公司交易信息系统外部接入放开后，在券商端与投资机构端均将产生系统部署与改造需求。为此，恒生准备了一体化解决方案，帮助券商在安全合规的前提下，为机构投资者合理化需求提供外部接入服务，同时面向机构投资者提供配套服务资源，助力其财富管理业务转型。

表 4：针对券商交易系统外部接入，恒生为券商及投资机构提供全面的解决方案服务

种类	功能/客户	恒生提供的系统/服务
基础设施	统一接入	开放：通过行业开放与标准，接入系统只需一次对接开发； 合规：开发简单，对接入系统进行权限管理、黑白名单管理、流量管理、版本控制等接入安全管控，对接入后的行为进行审查
	风险监控	事前事中实时风险：发现异常交易时及时处理； 事后合规风控：通过大数据分析疑似配资、利益输送等相关异常情况，及时预警提示
	交易	支持实现面向不同合格投资者的交易支持，尤其在快速交易上提供支持（恒生 UFT、恒生 NST 纳秒级交易系统）
机构服务	公募、保险等	提供系统直连接入，配套提供多终端数据归集、分客户清算、托管估值、产品销售等服务
	私募客户	直连接入，或者券商提供交易客户端，配套提供极速交易通道、策略及算法交易、主动管理（指数、批量、组合指令）等服务。面向初创型私募，提供的服务可能更多
	QFII 境外机构	Fix 网关接入，配套提供算法交易、佣金管理、订单服务（如 DMA、CARE、DSA）等
	QDII 境内机构	接入后提供交易网关的接出，提供投资全球市场的服务
	极速交易客户	提供极速接入接口、极速行情、极速通道等性能要求高的系统，提供如量化回测、行情资讯等非交易类等服务

资料来源：恒生电子官方微信公众号，长江证券研究所

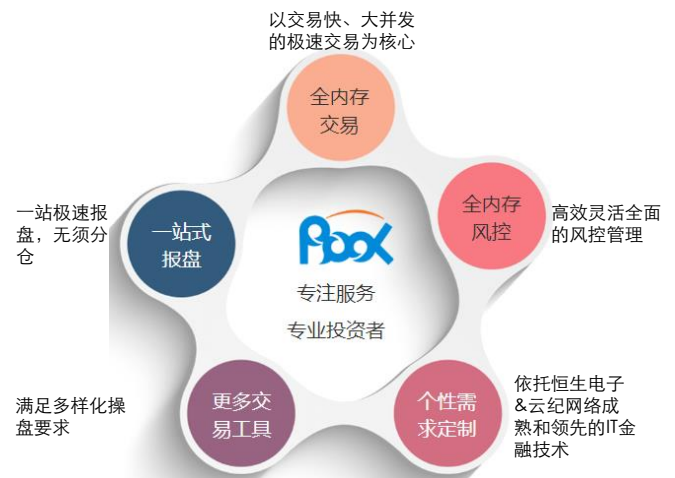
针对接口开放最大需求方私募证券投资机构，恒生拥有成熟的资产管理和极速交易产品。在私募端，恒生提供 Oplus 证券投资系统——针对阳光私募的轻量级资产管理系统，支持多市场全品种资产管理。私募机构只需一个系统终端就能统一管理所有产品，进行投资交易、资产管理及风险控制；在券商端，恒生 PBOX 交易系统采用全内存交易、全内存风控，以交易快、大并发的订单执行、极速报盘为核心优势的一站式投资交易和管理系统，具有各类投资终端，如针对交易速度要求较高的业务的极速版/开展产品投资管理业务的专业版/专为日内交易打造的专享版/集研究、回测、交易一站式投资的量化版。

图 22: Oplus 为私募提供投资交易、资产管理及风险控制功能

功能	特点
投资交易	可提供UFT内存交易技术，极速、稳定；提供 多账户交易 、公平交易、指令交易、一篮子交易、轻量策略交易等多种交易手段
资产管理	解决 多产品 数据不集中的问题，将场内场外业务所管理的 产品通过系统实现统一管理 ；盘后通过系统实现资产数据的快速便捷整理，支持各类报表功能的展示
风险控制	解决客户对产品的 合规风控、内控风控 ，以及通过股票池管理方式降低投资风险；解决公司内部投资流程，明细团队人员职责分工，指令与交易分离， 投资决策电子化流程化

资料来源：恒生电子官方网站，长江证券研究所

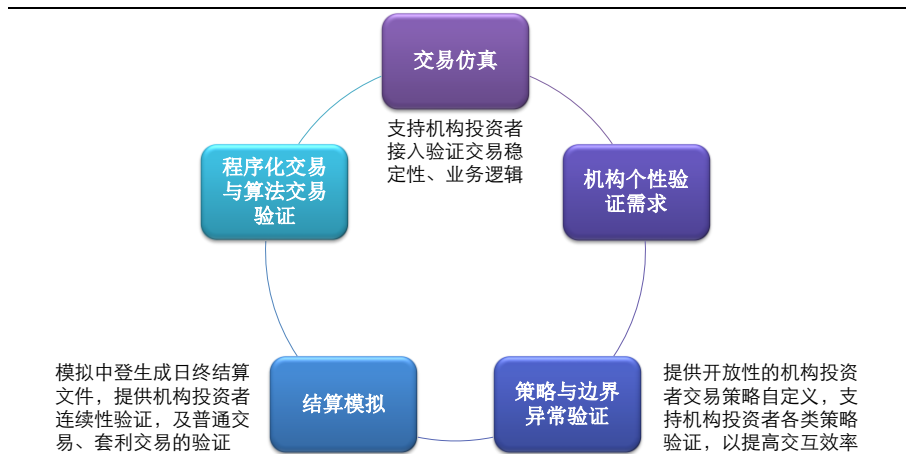
图 23: 恒生 PBOX 交易系统提供快速交易与风控、极速报盘等功能



资料来源：恒生电子官方网站，长江证券研究所

另一方面，券商交易系统外部接入意见稿中明确要求“券商向投资者提供外部系统接入服务前，应当先在与生产环境一致的仿真环境进行测试，确保投资者的交易系统能够稳定运行，关键要素符合预期”。恒生在证券测试领域深耕多年，是市场上对接交易市场最完整、模拟业务最完整的产品，2017 年兴业证券率先上线。恒生模拟测试平台是市场上特有能提供模拟中登日终结算的系统，同时提供多会员并行测试功能，提供多套测试环境服务。截至 2 月 12 日，恒生模拟测试平台已有 10 家客户，其中包含了不同柜台系统的头部券商。

图 24: 恒生模拟测试平台为券商提供



资料来源：恒生电子官方微信公众号，长江证券研究所

MOM 方面，预计未来 MOM 产品母-子账户形式需要具有分账户管理功能的相关系统，公司在相关领域拥有丰富的经验和储备，将第一时间响应政策需求，提供符合规定的金融市场创新工具。随之产生投资交易、估值核算、统一风控、收益结算等全新子系统及模块需求，打开增量市场。

2、公募基金券商结算：业内率先推出机构柜台系统

对公募基金券商结算业务，恒生电子在业内首家推出机构柜台系统，为同构/异构客户提供全业务、全流程整体解决方案，于 2017 年 11 月开始筹备、2018 年 3 月在两家试点券商正式上线。恒生机构柜台系统具有完整的风控体系，在交易延迟、结算效率、资金利用率、信息保密、尽职管理等关键问题上提供业内领先的解决方案。同时提供试点方案咨询服务，助力券商系统搭建、方案申报、业务开展。

表 5：恒生行业首创机构柜台系统，提供全业务、全流程的整体解决方案

特点	说明
独立部署	保证公募基金资金、持仓、交易流水完全物理隔离
完备的权限控制体系	最大限度在业务流程处理上保证公募基金信息安全
一体化风控管理体系	事前、事中、事后，规范公募基金投资交易行为，防范违约风险发生
独立的清算体系	多节点、分布式内存架构，保证公募基金高效清算结算，助力基金管理人和托管人估值发布
完备的报表整合能力	业务报送报表、经营监管报表、内部经营报表、经营财务报表自动化整合，无需人工干预
独立的系统架构	插件化升级部署，满足公募基金个性化需求快速开发、快速部署、快速上线，助力券商公募业务发展

资料来源：恒生电子官方网站，长江证券研究所

行业层面我们判断 2019-2020 年是非银 IT 企业收入增长可预见的拐点期。由于市场成交量难以预期，在其中性假设下，政策/规则变化、金融创新、产品升级迭代与增量市场四个因素对非银 IT 企业的正面影响将带来企业收入加速增长，分别来看：

1、政策/规则变化：2018 年推出的银行理财子公司管理办法正式落地，具备完备的信息系统是设立银行理财子公司的必要条件，结合资管新规过渡期为 2020 年底，今明两年有望成为系统投建高峰期。今年新出台的券商交易系统外部接入、公募基金券商结算、MOM 三大政策也将带来 IT 增量需求；另一方面，2018 年信息系统建设已开始纳入券商经营指标排名，加快机构 IT 支出落地；

2、金融创新：今年科创板系统建设即将落地，在券商与买方端进行大规模系统改造。沪伦通 CDR、MOM 在未来也将贡献增量市场；

3、产品升级迭代：如恒生电子核心系统证券集中交易系统（UF2.0）与基金投资交易系统（O32）有望落地新一代产品升级，其投建价格相比简单模块升级较高，带来可观边际增量；

4、增量市场：2018 年 11 月 30 日，首家外资控股券商已花落瑞银，准入政策的放松将推进合资金融机构的设立。截至 2018 年 3 月 2 日已有 18 家合资证券公司正在排队申请设立，今年开始有望落地设立运营，增加信息系统投建需求。

基于此，我们对目前可以大致量化的公募基金券商结算、科创板、资管新规、沪伦通 CDR 增量市场进行了测算，预计未来 2~3 年将形成约 34 亿元的市场空间、为恒生带来约 20 亿元的增量收入，今明两年或将是系统投建高峰期。

表 6：测算资管新规、沪伦通 CDR、科创板、券商结算/托管总市场空间约 34 亿元、恒生增量收入 20 亿元（预计未来 2-3 年消化）

类别	总市场空间测算（亿元）	恒生电子增量收入测算（亿元）	预计消化时间
资管新规	15.5	8.0	2-3 年，预计近两年是高峰
沪伦通 CDR	6.0	3.9	2 年左右，目前在初期
科创板	8.2	5.1	2 年左右，且今年是高峰
券商结算/托管	4.2	3.1	2-3 年
总计	33.9	20.2	2-3 年

资料来源：长江证券研究所

2019 年，证券资管 IT 行业发生诸多变化。券商交易系统外部接入、公募基金券商结算、MOM 产品的推出都预示着资本市场在严风控的条件下鼓励金融创新，推动与国际成熟市场发展接轨。金融市场的变化直接带来证券资管信息系统的变化，恒生电子作为卡位证券与资管机构核心系统的 IT 供应商，将最先受益于行业变化加速成长。

我们持续看好公司在非银金融 IT 行业的核心竞争力，中短期受政策变更、下游增加、创新渗透的推动持续增长，Fintech 产品提升 ARPU 值，中长期金融 PaaS 平台、SaaS 产品、区块链提供爆发增长潜力，维持积极推荐。预计公司 2019~2020 年营收分别约为 42 亿元、54 亿元，归母净利润分别约为 8.9 亿元、11.6 亿元，对应 PE 分别为 59 倍、45 倍。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2666	3218	4238	5390
增长率(%)	23%	21%	32%	27%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	471	620	890	1163
增长率(%)	2476%	32%	44%	31%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.44	1.88
净资产收益率 (%)	15%	18%	20%	21%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
营业收入	2666	3218	4238	5390	货币资金	500	1052	1980	3190
营业成本	90	114	133	148	交易性金融资产	40	40	40	40
毛利	2576	3103	4106	5242	应收账款	210	264	337	414
%营业收入	97%	96%	97%	97%	存货	45	60	66	69
营业税金及附加	44	53	70	89	预付账款	10	13	15	16
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	2185	2191	2205	2221
销售费用	750	825	1039	1299	流动资产合计	2990	3619	4641	5949
%营业收入	28%	26%	25%	24%	可供出售金融资产	1147	1087	1087	1087
管理费用	1734	1908	2404	3004	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	65%	59%	57%	56%	长期股权投资	828	803	828	828
财务费用	-1	-3	-10	-20	投资性房地产	15	15	15	15
%营业收入	0%	0%	0%	0%	固定资产合计	319	319	319	319
资产减值损失	14	90	5	11	无形资产	123	123	123	123
公允价值变动收益	-21	20	-10	0	商誉	355	710	1065	1420
投资收益	271	200	160	160	递延所得税资产	17	12	13	13
营业利润	463	610	877	1148	其他非流动资产	58	46	43	45
%营业收入	17%	19%	21%	21%	资产总计	5852	6734	8134	9800
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	468	615	882	1153	应付款项	43	60	66	69
%营业收入	18%	19%	21%	21%	预收账款	1249	1480	1950	2480
所得税费用	35	46	66	86	应付职工薪酬	460	549	598	592
净利润	433	569	816	1067	应交税费	30	32	42	54
归属于母公司所有者的净利润	471	620	890	1163	其他流动负债	701	904	957	1018
少数股东损益	-38	-51	-73	-96	流动负债合计	2484	3025	3612	4213
EPS (元/股)	0.76	1.00	1.44	1.88	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2017	2018	2019	2020	递延所得税负债	26	2	2	2
经营活动现金流净额	805	874	1153	1404	其他非流动负债	57	90	87	85
取得投资收益	95	200	160	160	负债合计	2566	3117	3701	4299
长期股权投资	-200	0	-25	0	归属于母公司	3073	3456	4345	5508
无形资产投资	-101	0	0	0	少数股东权益	213	162	88	-8
固定资产投资	18	0	0	0	股东权益	3286	3617	4433	5500
其他	-492	-318	-357	-352	负债及股东权益	5852	6734	8134	9800
投资活动现金流净额	-680	-118	-222	-192	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2017	2018	2019	2020
股权融资	126	0	0	0	EPS	0.76	1.00	1.44	1.88
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	4.97	5.59	7.03	8.92
筹资成本	-74	0	0	0	PE	60.83	51.79	58.67	44.88
其他	-15	-204	-3	-2	PEG	0.02	1.64	1.35	1.46
筹资活动现金流净额	37	-204	-3	-2	PB	9.33	9.29	12.01	9.47
现金净流量	161	552	928	1210	EV/EBITDA	260.29	97.90	84.75	57.69
					ROE	15%	18%	20%	21%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。