

强烈推荐-A (维持)

恒生电子 600570.SH

当前股价: 43.08 元  
2017年03月27日

利空出尽，静待东风

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	61781
已上市流通股(万股)	61781
总市值(亿元)	266
流通市值(亿元)	266
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	28.7%
主要股东	杭州恒生电子集团有
主要股东持股比例	20.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-23	-26
相对表现	-4	-30	-35



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒生电子(600570)——科技金融王者》2016-06-23
- 2、《恒生电子(600570)——产品优势壁垒显著,以金融云服务构建生态圈》2015-04-13

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

周楷宁

010-57601791  
zhoukaining@cmschina.com.cn  
S1090516060001

研究助理

宋兴未  
songxingwei@cmschina.com.cn

公司 2016 年业绩已充分释放利空,以技术和产品为核心的强大竞争力依旧。创新力度不减,2.0+3.0 业务将是未来业绩弹性的重要来源。只待环境成熟,公司有望再次站上风口。继续强烈推荐。

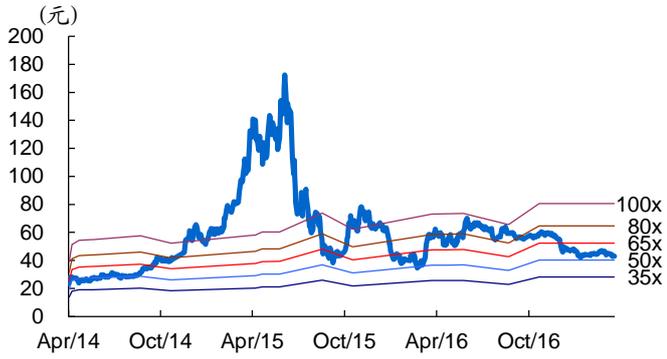
- **事件:** 公司发布 2016 年报,实现营业收入 21.7 亿元人民币,同比减少 2.49%,实现归属于母公司的净利润 1829.14 万元,同比减少 95.97%。
- **利空出尽,静待东风:** 公司今年业绩出现大幅下滑,主要来自两方面原因:1) 恒生网络处罚事件对公司 16 年净利润产生约 3.5 亿的负面影响,此外,数米基金 2016 年开始不再纳入合并报表;2) 受监管环境趋严及行情趋淡的影响,公司经纪业务出现了下滑,收入同比下降 10.66%。那么,这些负面因素对公司的影响有多大?又将有多久?我们认为,首先在恒生网络事件上,市场之前已充分消化了恒生网络处罚事件所带来的负面影响,利空已经出尽。并且公司若在 17 年对恒生网络进入处置程序,将带来处置收益,将冲抵罚金带来的影响。其次,在市场环境层面,短期看,金融监管趋严,一定程度制约了公司业务的发展步伐,但长期看,行业生态的规范其实对“龙头”最为有益,有利于金融 IT 需求的拓展及市场集中度的提升。公司以技术和产品为核心的强大竞争力依旧,“监管”和“技术”是两条线,监管的变化并未对公司产品技术上的拓展产生实质影响,只待环境成熟,公司将再次站上风口。
- **创新力度不减,16 年埋下 8 颗种子:** 公司在创新上的投入和步伐并未放缓,2016 年的研发投入费用总计 10.51 亿元人民币,占营业收入 48.43%,研发人员数量为 4295 人,占公司总人数比为 63%。此外,2016 年公司新成立了 8 家金融创新控股子公司,将主要围绕 2.0 业务展开。公司作为金融科技龙头,既有技术沉淀,又保持了旺盛的创新力,我们看好公司 2.0+3.0 业务的前景,将是未来公司业绩弹性的主要来源,明星产品有望多点开花。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 处罚事件的影响已在 2016 年业绩中充分释放,考虑公司领先的行业地位,所处的政策环境,及创新业务的潜力,预计 2017-18 年净利润为 5.8/7.6 亿元,维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** (1) 监管政策带来的不确定性 (2) 市场景气度持续低迷

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2226	2170	2841	3730	4987
同比增长	57%	-2%	31%	31%	34%
营业利润(百万元)	428	141	484	673	937
同比增长	47%	-67%	244%	39%	39%
净利润(百万元)	454	18	580	762	1017
同比增长	26%	-96%	3070%	31%	34%
每股收益(元)	0.73	0.03	0.94	1.23	1.65
PE	58.7	1455.2	45.9	34.9	26.2
PB	10.9	11.1	8.9	7.2	5.7

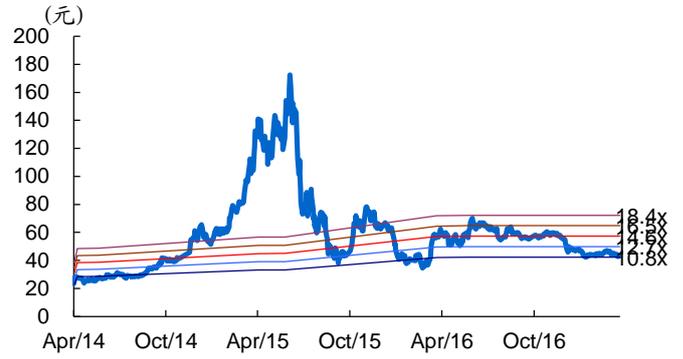
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 恒生电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒生电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《恒生电子: 产品优势壁垒显著, 以金融云服务构建生态圈》, 2015/04
- 《恒生电子: 科技金融王者》, 2016/06

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1935	2361	4072	5064	6919
现金	303	343	1428	1617	2314
交易性投资	73	17	17	17	17
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	221	262	318	418	559
其它应收款	20	38	50	65	87
存货	59	52	91	104	141
其他	1260	1650	2168	2843	3801
<b>非流动资产</b>	2040	2187	2203	2216	2228
长期股权投资	620	628	628	628	628
固定资产	315	337	357	374	389
无形资产	29	23	20	18	16
其他	1076	1199	1197	1196	1195
<b>资产总计</b>	<b>3975</b>	<b>4548</b>	<b>6275</b>	<b>7280</b>	<b>9148</b>
<b>流动负债</b>	1284	1956	3108	3421	4343
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	63	50	103	117	159
预收账款	782	1056	2156	2454	3334
其他	439	850	850	850	850
<b>长期负债</b>	139	75	75	75	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他	139	75	75	75	75
<b>负债合计</b>	<b>1423</b>	<b>2031</b>	<b>3183</b>	<b>3496</b>	<b>4418</b>
股本	618	618	618	618	618
资本公积金	253	365	365	365	365
留存收益	1561	1418	1998	2699	3654
少数股东权益	120	117	111	103	93
归属于母公司所有者权益	2432	2401	2981	3681	4637
<b>负债及权益合计</b>	<b>3975</b>	<b>4548</b>	<b>6275</b>	<b>7280</b>	<b>9148</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	992	440	1018	180	683
净利润	454	18	580	762	1017
折旧摊销	42	49	48	50	51
财务费用	0	0	(7)	(12)	(16)
投资收益	(164)	(119)	(124)	(124)	(124)
营运资金变动	677	568	515	(499)	(253)
其它	(17)	(77)	6	3	7
<b>投资活动现金流</b>	(1403)	(492)	(64)	(64)	(64)
资本支出	(112)	(172)	(64)	(64)	(64)
其他投资	(1291)	(319)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	191	91	131	74	77
借款变动	(202)	(54)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	173	111	0	0	0
股利分配	(21)	(26)	0	(62)	(62)
其他	240	60	131	136	139
<b>现金净增加额</b>	<b>(221)</b>	<b>39</b>	<b>1084</b>	<b>189</b>	<b>697</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2226	2170	2841	3730	4987
营业成本	163	100	203	231	314
营业税金及附加	37	41	54	71	95
营业费用	582	663	776	910	1322
管理费用	1058	1335	1454	1981	2459
财务费用	(4)	(1)	(7)	(12)	(16)
资产减值损失	124	4	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)
投资收益	164	119	130	130	130
<b>营业利润</b>	428	141	484	673	937
营业外收入	148	190	120	120	120
营业外支出	61	390	10	10	10
<b>利润总额</b>	515	(60)	594	783	1047
所得税	66	(8)	20	28	40
<b>净利润</b>	449	(52)	574	754	1007
少数股东损益	(5)	(71)	(6)	(8)	(10)
<b>归属于母公司净利润</b>	454	18	580	762	1017
<b>EPS (元)</b>	0.73	0.03	0.94	1.23	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	57%	-2%	31%	31%	34%
营业利润	47%	-67%	244%	39%	39%
净利润	26%	-96%	3070%	31%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.7%	95.4%	92.9%	93.8%	93.7%
净利率	20.4%	0.8%	20.4%	20.4%	20.4%
ROE	18.7%	0.8%	19.5%	20.7%	21.9%
ROIC	13.5%	5.3%	14.8%	16.7%	18.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.8%	44.7%	50.7%	48.0%	48.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.8	1.8	2.8	2.4	2.6
应收帐款周转率	11.5	9.0	9.8	10.1	10.2
应付帐款周转率	3.2	1.8	2.7	2.1	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.73	0.03	0.94	1.23	1.65
每股经营现金	1.61	0.71	1.65	0.29	1.11
每股净资产	3.94	3.89	4.82	5.96	7.51
每股股利	0.04	0.00	0.10	0.10	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	58.7	1455.2	45.9	34.9	26.2
PB	10.9	11.1	8.9	7.2	5.7
EV/EBITDA	347.0	873.3	303.3	224.1	163.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘泽晶：**2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

**周楷宁：**招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

**徐文杰：**招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

**宋兴未：**招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

**刘玉萍：**招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。