华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/季报点评

2017年04月25日

计算机软硬件/计算机应用 ||

投资评级: 买入(维持评级)

当前价格(元): 37.75 合理价格区间(元): 41.53~45.5

高宏博 执业证书编号: S0570515030005

研究员 010-56793966

gaohongbo@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003

研究员 010-56793965 guoyali@htsc.com

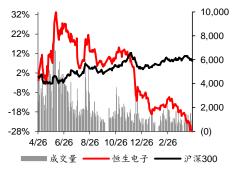
相关研究

1《恒生电子(600570):1.0 业务增长强劲, 2.0 业务拖累业绩》2016.08

2《恒生电子(600570):营收快速增长,费用 攀升侵蚀利润》2016.04

3《恒生电子(600570):1.0 增长强劲, 2.0 静 待政策东风》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

营收快速增长,费用拖累业绩

恒生电子(600570)

恒生电子 2017Q1 营收增长 31%, 归母净利润减少 41%, 低于预期 恒生电子发布 2017 年一季报, 公司一季度营收实现 4.43 亿, 同比增长 31.42%; 实现归属于上市公司的净利润 4224.91 万元, 同比减少-41.08%。 业绩低于预期。

营收快速增长, 研发投入加大导致费用大幅增长拖累业绩

公司 Q1 营收实现快速增长,预计资本市场及互联网业务表现相对亮眼。公司 Q1 归母净利润增速同比大幅下滑,主要原因在于公司销售费用及管理费用大幅增长所致。2017年Q1公司营销费用1.58亿,同比增长35.83%;管理费用2.97 亿,同比增长46.63%;营销费用率和管理费用率分别为35.68%和67.11%,同比提升1.1个百分点和6.97个百分点;期间费用率高达102.69%。费用率大幅增长主因在于公司员工数量增加及薪酬增长所致,2016年底员工数量同比2015年底增加1000人左右。全年费用预计约为22.9亿元,同比增长15%。

监管环境仍然趋紧,恒生仍处于蓄势待发阶段

目前金融创新受限及市场弱势行情使得券商、基金等在创新业务投入方面更加谨慎,行业整体进入"过冬"模式。在此背景下,恒生将继续投入创新研发,蓄势待发。公司未来几年将实施"端、网、云、数"战略,1)端:千人千面的金融终端(投资赢家、财富终端、机构终端、理财师终端师等)--Light(终端服务支持); 2) 网: OpenAPI(各类业务服务场景)—GTN(联结资产、开放服务)3)云:业务平台(经纪、资管、财富、交易所、银行等)--XONE(业务基础服务,六大中心); 4)数:大数据应用(合规风控、投研、行情资讯、智能投顾舆情分析等)--BDATA(金融大数据中心)。

金融 IT 龙头业绩触底,维持"买入"评级

因公司控股子公司恒生网络受证监会处罚对 2016 年业绩造成巨大影响,且恒生网络罚款事宜后续如何处理存在不确定性,因此不考虑恒生网络一次性处置收益。根据年报披露,公司 2017 年营收预算约为 23.9 亿元,同比增长 10%,费用预算约为 22.9 亿元,同比增长 15%。因此预计公司 2017 年-2019 年归母净利润分别为 2.71 亿、3.31 亿、4.60 亿,对应 EPS 分别为 0.44 元、0.54 元、0.74 元。作为拥有"全牌照"的金融 IT 龙头,其在人工智能、大数据、区块链等 Fintecn 技术前沿领域重点投入,预计今年将有成果落地,看好其在金融混业背景下连接百万亿的广阔前景,维持买入。

风险提示: 恒生网络一次性处置收益无法冲回; 监管趋严; 市场弱势导致 金融机构 IT 投入减少。

公司基本资料

总股本 (百万股)	617.81
流通 A 股 (百万股)	617.81
52 周内股价区间 (元)	37.75-70.04
总市值 (百万元)	23,322
总资产 (百万元)	4,280
每股净资产 (元)	4.01

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

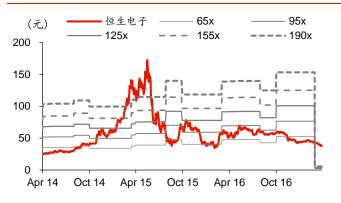
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,226	2,170	2,387	2,817	3,437
+/-%	56.52	(2.49)	10.00	18.00	22.00
归母净利润 (百万元)	453.73	18.29	270.93	331.33	459.92
+/-%	25.86	(95.97)	1,381	22.30	38.81
EPS (元)	0.73	0.03	0.44	0.54	0.74
PE (倍)	52.03	1,291	87.13	71.25	51.33

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测



PE/PB - Bands

图表1: 恒生电子历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 恒生电子历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



盈利预测

资产负债表					
会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,935	2,361	2,620	3,289	4,214
现金	302.55	343.46	612.75	1,199	2,024
应收账款	220.99	261.67	267.56	325.31	391.93
其他应收账款	19.66	38.04	39.86	47.99	58.18
预付账款	11.07	11.74	12.96	15.29	18.66
存货	58.66	51.80	57.52	67.80	82.71
其他流动资产	1,322	1,655	1,629	1,633	1,639
非流动资产	2,040	2,187	2,131	2,074	2,016
长期投资	620.21	627.82	627.82	627.82	627.82
固定投资	315.49	337.43	287.02	235.72	183.96
无形资产	28.60	22.56	9.64	(3.26)	(16.11)
其他非流动资产	1,076	1,199	1,207	1,213	1,221
资产总计	3,975	4,548	4,751	5,363	6,230
流动负债	1,284	1,956	1,879	2,129	2,468
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	63.23	50.25	55.46	65.44	79.84
其他流动负债	1,221	1,906	1,824	2,063	2,388
非流动负债	138.77	74.89	71.01	73.50	73.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	138.77	74.89	71.01	73.50	73.90
负债合计	1,423	2,031	1,950	2,202	2,541
少数股东权益	120.24	116.55	133.05	166.56	240.06
股本	617.81	617.81	617.81	617.81	617.81
资本公积	108.60	220.27	220.27	220.27	220.27
留存公积	1,561	1,418	1,834	2,165	2,625
归属母公司股	2,432	2,401	2,668	2,994	3,449
负债和股东权益	3,975	4,548	4,751	5,363	6,230

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	991.66	439.91	63.52	461.00	698.38
净利润	448.79	(52.24)	287.43	364.85	533.42
折旧摊销	41.58	49.45	59.52	59.70	59.73
财务费用	(3.58)	(0.96)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
投资损失	(164.01)	(119.02)	(200.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	551.58	556.06	(93.23)	129.38	180.84
其他经营现金	117.31	6.61	10.30	27.58	44.90
投资活动现金	(1,403)	(491.58)	205.27	125.24	125.25
资本支出	111.98	172.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	789.98	349.39	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(501.15)	30.26	205.27	125.24	125.25
筹资活动现金	190.75	90.87	0.50	0.50	0.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(30.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	72.61	111.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	148.34	(20.80)	0.50	0.50	0.50
现金净增加额	(219.45)	41.77	269.28	586.74	824.13

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表					
会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,226	2,170	2,387	2,817	3,437
营业成本	162.77	99.50	109.81	129.58	158.08
营业税金及附加	36.78	41.25	45.37	53.54	65.31
营业费用	581.82	663.02	716.15	873.23	1,100
管理费用	1,058	1,335	1,576	1,690	1,890
财务费用	(3.58)	(0.96)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
资产减值损失	123.99	4.14	4.14	4.14	4.14
公允价值变动收益	(1.82)	(6.50)	(4.16)	(5.33)	(4.75)
投资净收益	164.01	119.02	200.00	120.00	120.00
营业利润	428.33	140.90	132.51	181.44	334.97
营业外收入	147.87	189.52	200.00	240.00	280.00
营业外支出	61.01	390.41	2.50	2.50	2.50
利润总额	515.18	(59.99)	330.01	418.94	612.47
所得税	66.39	(7.75)	42.58	54.09	79.05
净利润	448.79	(52.24)	287.43	364.85	533.42
少数股东损益	(4.94)	(70.53)	16.50	33.51	73.50
归属母公司净利润	453.73	18.29	270.93	331.33	459.92
EBITDA (倍)	466.33	189.40	191.53	240.63	394.20
EPS (元)	0.73	0.03	0.44	0.54	0.74

主	要	财	务	比	準

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	56.52	(2.49)	10.00	18.00	22.00
营业利润	46.53	(67.10)	(5.96)	36.93	84.62
归属母公司净利润	25.86	(95.97)	1,381	22.30	38.81
获利能力 (%)					
毛利率	92.69	95.42	95.40	95.40	95.40
净利率	20.39	0.84	11.35	11.76	13.38
ROE	18.66	0.76	10.16	11.07	13.34
ROIC	66.60	29.09	26.41	72.02	(423.66)
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.80	44.65	41.05	41.07	40.79
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.51	1.21	1.39	1.55	1.71
速动比率	1.46	1.18	1.36	1.51	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.51	0.51	0.56	0.59
应收账款周转率	7.78	5.49	5.59	5.85	5.91
应付账款周转率	3.24	1.75	2.08	2.14	2.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.03	0.44	0.54	0.74
每股经营现金流(最新样的	1.61	0.71	0.10	0.75	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.94	3.89	4.32	4.85	5.58
估值比率					
PE (倍)	52.03	1,291	87.13	71.25	51.33
PB (倍)	9.71	9.83	8.85	7.89	6.84
EV_EBITDA (倍)	46.24	113.86	112.59	89.62	54.71



免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易,也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为"华泰证券研究所",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的"证券投资咨询"业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。全资子公司华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的"就证券提供意见"业务资格,经营许可证编号为: A0K809 ⑥版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准:

-投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨 跌幅为基准:

-投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999 /传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 /传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦 A座18层

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098 / 传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com