



买入

27% ↑

目标价格:人民币 47.57

原目标价格:人民币 79.34

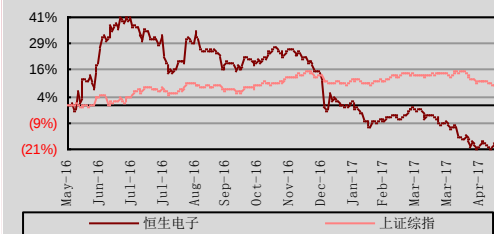
600570.CH

价格:人民币 37.49

目标价格基础:52.5 倍 18 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(21.7)	(6.7)	(15.8)	(20.9)
相对上证指数	(19.0)	(0.1)	(11.3)	(28.6)

发行股数(百万)	618
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	23,162
3 个月日均交易额(人民币 百万)	429
净负债比率(%) (2017E)	16
主要股东(%)	
杭州恒生电子集团有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 5 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《恒生电子深度报告: 传统业务持续引领势头, 新业务待时而发》2015.10.28

《恒生电子 2015 年报点评: 不甘平凡引领创新的金融科技霸主》2016.4.11

《恒生电子 2016 一季报点评: 业绩平稳增长, 后继动力强劲》2016.4.29

《恒生电子 2016 中标点评: 创新受阻影响总体增速, 但 1.0 价值和技术深度创新能力》2016.8.29

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: 计算机应用

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*易景明为本报告重要贡献者

恒生电子

行业龙头地位稳固, 将长期将受益于技术创新

2016 年度公司实现营业收入 21.7 亿元人民币, 较 2015 年减少 2.49%, 实现归属于母公司的净利润 1,829 万元, 较 2015 年 4.53 亿元减少 95.97%。2017 年 1 季度, 公司实现营业收入 4.42 亿元, 同比增长 31.42%; 归属母公司的净利润 4,225 万元, 同比下降 41.08%; 基本每股收益为 0.07 元。我们将目标价格下调至 47.57 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 收入规模稳中有升, 去除罚款影响经营状况良好。2016 年营收规模基本与上年持平, 17 年 1 季度增长明显。综合毛利 2016 年为 95.42%, 较上年的 92.69% 提升近两个点, 且势头在 17 年 1 季度仍在强化。因公司及控股子公司本期业务规模扩大, 销售费用较 2015 年增长 13.96%, 17 年 1 季度同比增长 46%; 管理费用较 2015 年增 26.21%, 其中研发支出达到 10.5 亿元, 同比 2015 年增长 21.83%, 销售收入占比达到 48.38%, 公司以技术为重心的战略定位在持续强化。预收款项从 2015 年的 7.82 亿提升至 2016 年的 10.56 亿元, 预收销售收入的增加表明在资本市场低迷的背景下, 公司订单状况稳健, 有能力平抑资本市场波动。
- 金融 IT 龙头地位稳固, 行业的长期发展和 IT 化加深将确保公司收入增长。公司专注深耕金融 IT 业务 20 年, 拥有包括银行、证券、基金、保险和信托在内的全行业牌照, 且在每个子领域都占有绝对优势的市场地位, 是国内市场普遍认可的金融 IT 领导者。长期积累的领先技术和实施方案、对业务的透彻理解、与客户的深度合作, 尤其是承担过巨量交易冲击的稳定系统表现, 综合构筑了难以逾越的牢固壁垒。我们认为, 随着金融行业的持续发展和业务模式的深刻变革, 对 IT 系统的可靠与灵活性要求日益加深, IT 化增量和存量的架构更新使得长周期看, 公司收入的规模与发展都具有高度的确定性。
- 强大研发投入和前瞻性布局, 确保公司在新技术领域持续受益。2016 年正式成立恒生研究院, 负责 Fintech 前沿技术和创新应用的研究, 在高性能计算、大数据、人工智能、金融工程、区块链等领域成立专家工作室, 取得了初步成果。作为发起单位加入金链盟, 承担区块链相关业务与技术标准课题; 在大数据机器学习、智能投顾方面, 在利用深度学习技巧改进传统量化投资所用遗传算法上取得初步成果; 高性能计算方面, 在期权做市系统、期货毫秒级极速交易系统上取得可产品化的成果。因为业务模式愈加复杂多变和业务界限逐渐消弭, 金融业呈现混合经营的格局变得愈加确定, 对业务的快速响应和部署、大交易量下的可靠性、个性化服务都给公司金融 IT 业务创新带来了巨大的想象空间。

评级面临的主要风险

- 对金融创新的政策持续收紧的风险, 创新领域的技术风险。

估值

- 我们预计 2017 年 2019 年每股收益为 0.74、0.91 和 1.08 元。按照市盈率估值法, 参考可比公司中市值偏大者保守给予 50 倍, 行业地位突出给予 5% 的溢价, 给予 2018 年 52.5 倍的市盈率, 总市值约 294 亿元, 对应公司 12 个月目标价由 79.34 元下调至 47.57 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,226	2,170	2,470	2,938	3,551
变动(%)	57	(2)	14	19	21
净利润(人民币 百万)	454	18	459	563	667
全面摊薄每股收益(人民币)	0.734	0.030	0.743	0.911	1.080
变动(%)	25.9	(96.0)	2,408.8	22.6	18.6
市场预期每股收益(人民币)			0.619	0.793	1.013
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.375	1.776	n.a.
调整幅度(%)			(46.0)	(48.7)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	51.0	1,266.3	50.5	41.2	34.7
价格/每股现金流量(倍)	23.4	52.7	(89.8)	10.5	(22.2)
每股现金流量(人民币)	1.61	0.71	(0.42)	3.56	(1.69)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	75.3	300.1	83.7	42.3	34.3
每股股息(人民币)	0.260	0.100	0.257	0.273	0.324
股息率(%)	0.7	0.3	0.7	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

收入规模稳中有升，去除罚款影响经营状况良好

2016 年营收规模基本与上年持平，2017 年 1 季度增长明显。综合毛利 2016 年为 95.42%，较上年 92.69% 提升近两个点，且势头在今年 1 季度仍在强化。因公司及控股子公司本期业务规模扩大，2016 年销售费用较 2015 年增长 13.96%，17 年 1 季度同比增长 46%，显示运营、市场营销和销售薪资投入持续加大；管理费用较 2015 年增 26.21%，主要系增加创新业务投入、人员增加及外包和研发投入使得薪酬费用增加所致，其中研发支出达到 10.5 亿元，同比 2015 年增长 21.83%，销售收入占比达到 48.38%，公司以技术为重心的战略定位在持续强化。预收款项从 2015 年的 7.82 亿提升至 2016 年的 10.56 亿元，预收销售收入的增加表明在资本市场低迷的背景下，公司订单状况稳健，有能力平抑资本市场波动。

金融 IT 龙头地位稳固，行业的长期发展和 IT 化加深将确保公司收入增长

公司专注深耕金融 IT 业务 20 年，拥有包括银行、证券、基金、保险和信托在内的全行业牌照，且在每个子领域都占有绝对优势的市场地位，是国内市场普遍认可的金融 IT 领导者。长期积累的领先技术和实施方案、对业务的透彻理解、与客户的深度合作，尤其是承担过巨量交易冲击的稳定系统表现，综合构筑了难以逾越的牢固壁垒。我们认为，随着金融行业的持续发展和业务模式的深刻变革，对 IT 系统的可靠与灵活性要求日益加深，IT 化增量和存量的架构更新使得长周期看，公司收入的规模与发展都具有高度的确定性。

强大研发投入和前瞻性布局，确保公司在新技术领域持续受益

公司在 2016 年继续加大对新产品的研发投入，研发中心目前近 200 人，主要负责制定产品的统一技术架构规划、提供统一的技术平台。2016 年正式成立恒生研究院，负责 Fintech 前沿技术和创新应用的研究，在高性能计算、大数据、人工智能、金融工程、区块链等领域成立专家工作室，取得了初步成果。作为发起单位加入金链盟，承担区块链相关业务与技术标准课题、成立 FTC Union 联盟链筹备处与相关银行选择同业业务领域进行区块链应用落地；在大数据机器学习、智能投顾方面，进一步扩大了由相关专业高层次人才及量化投资实战经验丰富的工程师组成的专职创新研究队伍，在利用深度学习技巧改进传统量化投资所用遗传算法上取得初步成果；高性能计算方面，在期权做市系统、期货微秒级极速交易系统上取得可产品化的成果。多年来，经济高速发展形成的财富积累和配置方式极不匹配，意味着对财富的综合管理在中长期将面临巨大的变革。因为业务模式愈加繁复多变和业务界限逐渐消弭，金融业呈现混合经营的格局变得愈加确定，对业务的快速响应和部署、大交易量下的可靠性、个性化服务都给公司金融 IT 业务创新带来了巨大的想象空间。

图表 1. 年度财务摘要

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	2,225.53	2,170.17	(2.49)
营业成本	162.77	99.50	(38.87)
毛利润	2,062.76	2,070.67	0.38
营业税金及附加	36.78	41.25	12.15
管理费用	1,057.60	1,334.84	26.21
销售费用	581.82	663.02	13.96
营业利润	428.33	140.90	(67.10)
资产减值	123.99	4.14	(96.66)
财务费用	(3.58)	(0.96)	(73.28)
投资收益	164.01	119.02	(0.27)
营业外收入	147.87	189.52	28.17
营业外支出	61.01	390.41	539.87
利润总额	515.18	(59.99)	(111.64)
所得税	66.39	(7.75)	(111.67)
少数股东损益	(4.94)	(70.53)	1,327.21
归属于母公司的净利润	453.73	18.29	(95.97)
基本每股收益 (元)	0.73	0.03	(95.89)
毛利率 (%)	92.69	95.42	
净利率 (%)	20.17	(2.41)	

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 2017 年 1 季度财务摘要

(人民币, 百万)	2016 年 1 季度	2017 年 1 季度	同比(%)
营业收入	336.99	442.85	31.42
营业成本	3.66	18.79	413.08
毛利润	333.32	424.07	27.22
营业税金及附加	6.99	5.55	(20.59)
管理费用	202.67	297.18	46.63
销售费用	116.33	158.02	35.83
营业利润	7.07	(1.53)	(121.63)
资产减值	(0.02)	(1.29)	5,099.41
财务费用	(0.26)	(0.44)	70.30
投资收益	3.18	33.20	9.45
营业外收入	49.75	42.92	(13.72)
营业外支出	(13.33)	0.31	(102.35)
利润总额	70.14	41.08	(41.43)
所得税	5.44	0.03	(99.53)
少数股东损益	(7.00)	(1.19)	(82.95)
归属于母公司的净利润	71.70	42.25	(41.08)
基本每股收益 (元)	0.12	0.07	(41.67)
毛利率 (%)	98.91	95.76	
净利率 (%)	19.20	9.27	

资料来源: 万得, 中银证券研究部

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,226	2,170	2,470	2,938	3,551
销售成本	(200)	(141)	(188)	(190)	(215)
经营费用	(1,722)	(1,953)	(2,001)	(2,239)	(2,675)
息税折旧前利润	304	76	281	508	662
折旧及摊销	(41)	(49)	(72)	(88)	(118)
经营利润(息税前利润)	263	27	209	419	544
净利息收入/(费用)	4	1	4	4	3
其他收益/(损失)	249	(88)	329	249	259
税前利润	515	(60)	543	673	806
所得税	(66)	8	(70)	(87)	(104)
少数股东权益	5	71	(14)	(23)	(35)
净利润	454	18	459	563	667
核心净利润	465	18	478	582	686
每股收益(人民币)	0.734	0.030	0.743	0.911	1.080
核心每股收益(人民币)	0.753	0.030	0.774	0.943	1.110
每股股息(人民币)	0.260	0.100	0.257	0.273	0.324
收入增长(%)	57	(2)	14	19	21
息税前利润增长(%)	77	(90)	664	100	30
息税折旧前利润增长(%)	77	(75)	270	80	30
每股收益增长(%)	26	(96)	2,409	23	19
核心每股收益增长(%)	26	(96)	2,513	22	18

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	515	(60)	543	673	806
折旧与摊销	41	49	72	88	118
净利息费用	(4)	(1)	(4)	(4)	(3)
运营资本变动	554	550	(1,037)	1,686	(1,588)
税金	(71)	(63)	(70)	(87)	(104)
其他经营现金流	(43)	(35)	239	(155)	(274)
经营活动产生的现金流	992	440	(258)	2,201	(1,045)
购买固定资产净值	(7)	(6)	165	123	148
投资减少/增加	(123)	111	120	120	120
其他投资现金流	(1,272)	(597)	(182)	(318)	(298)
投资活动产生的现金流	(1,403)	(492)	103	(75)	(30)
净增权益	(161)	(62)	(159)	(169)	(200)
净增债务	(30)	0	1,617	(1,617)	1,338
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	382	126	(464)	18	(205)
融资活动产生的现金流	191	91	1,047	(1,665)	1,154
现金变动	(221)	39	892	461	79
期初现金	522	303	343	1,235	1,696
公司自由现金流	(411)	(52)	(155)	2,126	(1,075)
权益自由现金流	(445)	(53)	1,458	504	260

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,625	1,998	2,582	3,138	3,257
应收帐款	241	300	300	385	475
库存	59	52	97	33	122
其他流动资产	11	12	9	13	14
流动资产总计	1,935	2,361	2,989	3,568	3,867
固定资产	315	340	433	468	500
无形资产	29	23	23	23	21
其他长期资产	843	770	785	794	783
长期资产总计	1,187	1,132	1,240	1,285	1,304
总资产	3,975	4,548	5,010	5,749	6,078
应付帐款	63	50	71	47	95
短期债务	0	0	1,094	0	184
其他流动负债	1,221	1,906	820	2,652	1,093
流动负债总计	1,284	1,956	1,985	2,699	1,372
长期借款	0	0	524	0	1,154
其他长期负债	139	75	86	100	87
股本	618	618	618	618	618
储备	1,669	1,639	1,667	2,178	2,658
股东权益	2,287	2,257	2,285	2,796	3,276
少数股东权益	120	117	131	154	189
总负债及权益	3,975	4,548	5,010	5,749	6,078
每股帐面价值(人民币)	3.70	3.65	3.70	4.53	5.30
每股有形资产(人民币)	3.66	3.62	3.66	4.49	5.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.49)	(0.56)	0.62	(2.75)	(0.71)

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.6	3.5	11.4	17.3	18.6
息税前利润率(%)	11.8	1.3	8.5	14.3	15.3
税前利润率(%)	23.1	(2.8)	22.0	22.9	22.7
净利率(%)	20.4	0.8	18.6	19.2	18.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.2	1.5	1.3	2.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	15.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.2	1.5	1.3	2.7
估值					
市盈率(倍)	51.0	1,266.3	50.5	41.2	34.7
核心业务市盈率(倍)	49.8	1,266.3	48.5	39.8	33.8
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	63.2	1,606.7	61.5	50.5	42.8
市净率(倍)	10.1	10.3	10.1	8.3	7.1
价格/现金流(倍)	23.4	52.7	(89.8)	10.5	(22.2)
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	75.3	300.1	83.7	42.3	34.3
周转率					
存货周转天数	106.1	143.2	144.3	124.5	131.3
应收帐款周转天数	36.9	45.4	44.3	42.6	44.2
应付帐款周转天数	8.2	9.5	8.9	7.3	7.3
回报率					
股息支付率(%)	35.4	337.8	34.6	30.0	30.0
净资产收益率(%)	21.8	0.8	20.2	22.2	22.0
资产收益率(%)	6.5	0.6	3.8	6.8	8.0
已运用资本收益率(%)	5.1	0.2	3.6	4.0	4.3

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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