买入 **26%** ⬆

目标价格:人民币 50.10

原目标价格: 人民币 47.57

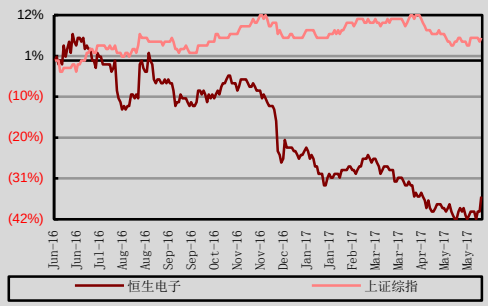
600570.CH

价格:人民币 39.82

目标价格基础:55 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	(16.8)	6.6	(13.9)	(36.5)
相对上证指数	(15.7)	6.7	(9.8)	(42.2)

发行股数(百万)	618
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	24,601
3 个月日均交易额(人民币 百万)	383
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 6 月 6 日收市价为标准

相关研究报告

《恒生电子:行业龙头地位稳固，将长期将受益于技术创新》2017.5.10

《恒生电子中报点评：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

全面布局人工智能产品，有望较快实现显著效益

2017 年 6 月 6 日，在以“智敬未来 赋能金融”为主题的人工智能产品发布会上，恒生电子正式发布四大 AI 产品，涵盖智能资讯、智能投顾、智能投资和智能客服四大领域，探索 AI 在金融领域的应用，助力金融机构开启人工智能新时代。我们将目标价格上调至 50.10 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **产品序列涵盖金融业务关键领域，布局全面。**恒生此次布局涵盖资讯、投顾、投资和客服，旨在串联起资本市场前后端核心功能，在 AI 能技术辅助下，全面提升关键领域效率，降低成本：以对市场海量多元资讯的汇聚整合为后台基础，既可以用户画像为依据，为个人用户提供机会挖掘、交易陪伴以及精准的个性化智能决策辅助；又可以帮助机构投资者满足多投资目标管理与定期检视再平衡，在模型优化、投资策略和动态管理上给予专业的资管功能辅助。对于最拉升人力成本的客服领域，可以藉由语音识别、语义摘取和知识库搭建，高效提升客户服务效率，并通过多次积累优化服务模型，持续降低运维成本。四大领域的全面渗透，对于现有的 AI 未充分渗透的资本市场，在运营模式上将带来深远影响。
- **凭借金融 IT 领域绝对优势地位，恒生在智能化产品部署上有望快速形成影响力。**智能化核心算法差距仅限于一个代际之内，虽然有实践和优化能力上的差异，但核心问题仍指向是否有充足的数据量和多元化的数据源，这才是拉开模型间最终使用效果的关键。所以长期看，领先的智能化公司必然首先是具备充沛数据源的公司，且存在向巨头集中的趋势。金融 IT 服务领域存在门槛较高，替换性渗透缓慢的特性，一旦占据优势地位，规模化效应不仅体现在经济上，更体现在数据智能化应用上。恒生在包括银行、证券、基金和期货等 B 端客户份额绝对领先，其 AI 产品的部署成本极其微薄，但却拥有得天独厚的数据获取能力，一旦全面推进，有望在短期内看到产品快速成熟并产生明显效益。
- **金融业智能化起点低，应用空间广阔，长期看必将影响深远。**作为匹配风险和受益、通过定价调节资本供需的部门，从计算机角度看，金融本质上是一个量化程度极高的部门。但比照现状，不论从资讯的获取和录入、面向个人的投资建议、专业的机构资管还是客户服务上看，都存在大量人工介入，即使除开成本考量，各个环节引入了诸多可避免的偏误，降低了市场有效性，还可能引入相关风险。比照成熟金融市场，国内在金融领域还存在较大 IT 化提升空间，且基于大数据的人工智能技术在投入的边际效益持续大幅提升的同时，引入的边际成本其实可以忽略。直接丰厚的效益必将形成规模上的正反馈，推动金融行业智能化走向深入，长远看空间广阔并将引发运营模式上的深刻变革。

评级面临的主要风险

- 政策风险，技术与市场风险。

估值

- 我们预计 2017 到 2019 年每股收益为 0.74、0.91 和 1.08 元。按市盈率估值，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 10%溢价，给予 2018 年 55 倍市盈率，总市值约 309.6 亿元，对应公司 12 个月目标价由 47.57 元上调至 50.10 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
全面摊薄市盈率(倍)	54.2	1,345.0	53.6	43.7	36.9
价格/每股现金流量(倍)	24.8	55.9	(95.3)	11.2	(23.5)
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)	80.1	319.1	88.8	45.1	36.5
每股股息(人民币)	0.260	0.100	0.257	0.273	0.324
股息率(%)	0.7	0.3	0.6	0.7	0.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

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)	54.2	1,345.0	53.6	43.7	36.9
核心业务市盈率(倍)	52.9	1,345.0	51.5	42.2	35.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	66.6	1,692.2	64.8	53.1	45.1
市净率 (倍)	10.8	10.9	10.8	8.8	7.5
价格/现金流 (倍)	24.8	55.9	(95.3)	11.2	(23.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.1	319.1	88.8	45.1	36.5
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