

公司研究/中报点评

2017年08月31日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 50.39
合理价格区间(元): 52.5~63.75

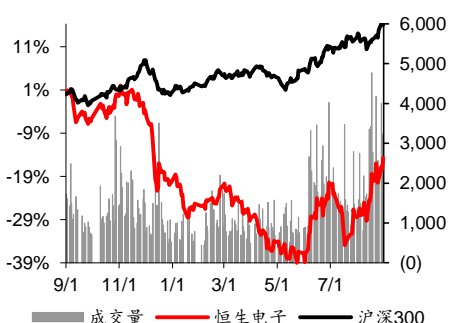
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

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,买入): 营收快速增长, 费用拖累业绩》2017.04
- 2 《恒生电子(600570):1.0 业务增长强劲, 2.0 业务拖累业绩》2016.08
- 3 《恒生电子(600570):营收快速增长, 费用攀升侵蚀利润》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

业绩超预期, Fintech 逐步落地

恒生电子(600570)

公司 2017 中报营收增长 32%，业绩增长 39%，超出预期

恒生电子 2017 年上半年营收实现 10.80 亿, 同比增长 31.65%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.29 亿元, 同比增长 39.36%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润为 1.39 亿, 同比增长 10.79%。业绩超预期。2、公司拟出资 3.672 亿元收购大智慧(香港)投资控股有限公司 51% 股权, 后者持有艾雅斯资讯科技有限公司 100% 股权。交易完成后, 恒生电子和云汉投资将恒生香港 100% 的股权以不高于 1.25 亿的价格与大智慧(香港)(整体估值为 7.2 亿元)进行换股合并。

强监管带动风控等相关产品大幅增长成为最大亮点

恒生上半年营收实现快速增长, 其中经纪业务营收 1.77 亿, YOY+17.14%, 主要受益投资者适当性管理政策带来相关机会; 资管业务营收 3.76 亿, YOY+40.02%, 主要受益强监管带来风控产品大幅增长 70%, 投资交易系统及估值系统市占率进一步提升; 财富业务营收 2.14 亿, YOY+41.76%, 主要得益投资者适当性管理及反洗钱 3 号令等带来的改造需求; 交易所业务营收 0.46 亿, YOY+19.24%; 银行业务营收 0.94 亿, YOY-1.00%; 互联网业务营收 1.25 亿, YOY+63.15%, 云财富管理、云资产管理及估值系统、恒生网络(香港)海外云等发展态势良好。

Q2 期间费用率环比 Q1 大幅回落, 维尔科技股权收益锦上添花

公司 Q2 净利润增速相比 Q1 出现大幅反转, 主要得益于三个因素: 一是公司营收维持快速增长; 二是 Q2 期间费用率环比 Q1 大幅回落。Q1 净利润出现大幅下滑主要是因为销售费用和管理费用大幅增长, 导致期间费用率大幅提升, Q2 公司期间费用率环比 Q1 下降 10 个百分点; 三是处置维尔科技股权获得 5670.44 万元。根据公司年报预计, 我们维持全年费用约为 22.9 亿元的预测, 同比增长 15%。

AI、区块链、开放平台逐步落地, 收购艾雅斯补充香港中小券商产品线

公司于 2017 年 6 月推出了智能资讯 FAIS、智能投顾 BiRobot3.0、智能投资 iSee、智能客服 4 款 AI 产品。FTCU 联盟链的基础服务已推出, 支持合同链、私募股权链等业务场景的接入, 目前处于客户测试阶段。开放技术平台方面, 恒生持续向各服务需求方和供给方提供 GTN 连接服务, 与 Ullink 达成战略合作。恒生 OPENAPI 所支持的业务场景继续丰富。恒生海外云业务初具规模, 恒生惠付同比增长迅速。此次收购艾雅斯, 完善了公司在香港市场针对中小型券商交易系统产品线, 丰富客户资源。

金融 IT 龙头业绩触底反弹, 维持“买入”评级

由于风控相关产品高增长且处置维尔科技股权收益对利润增厚, 因此上调公司 2017-2019 年归母净利润分别为 4.62 亿、5.56 亿、7.13 亿, 上调幅度分别为 70%、68%、55%, 对应 EPS 分别为 0.75 元、0.90 元、1.15 元, 对应 PE 为 67、56、44 倍。可比公司 2017 年平均 PE68 倍, 给予公司龙头溢价, 2017 年目标 PE 70-85 倍, 对应目标价 52.5-63.75 元, 维持买入。

风险提示: 恒生网络行政罚款对公司产生潜在风险; 监管趋严致需求减少。

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)	36.06-60.45
总市值(百万元)	31,131
总资产(百万元)	4,440
每股净资产(元)	4.20

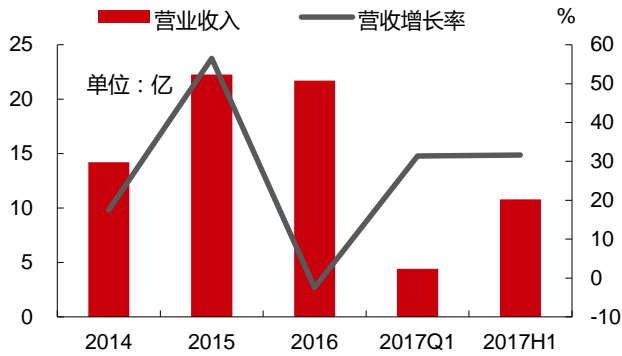
资料来源: 公司公告

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	2,604	3,203	4,004
+/-%	56.52	(2.49)	20.00	23.00	25.00
净利润(百万元)	453.73	18.29	462.14	555.84	713.07
+/-%	25.86	(95.97)	2,427	20.28	28.29
EPS(元)	0.73	0.03	0.75	0.90	1.15
PE(倍)	68.61	1,702	67.36	56.01	43.66

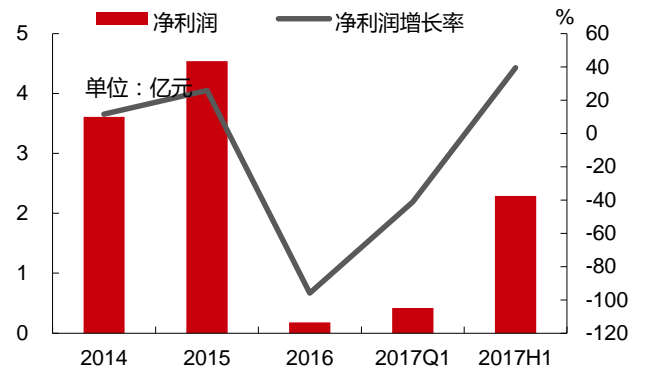
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：公司近年来营业收入及增速



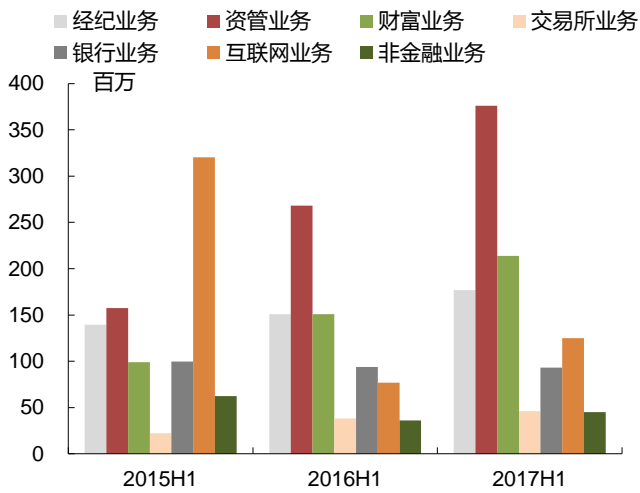
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司近年来净利润及增速



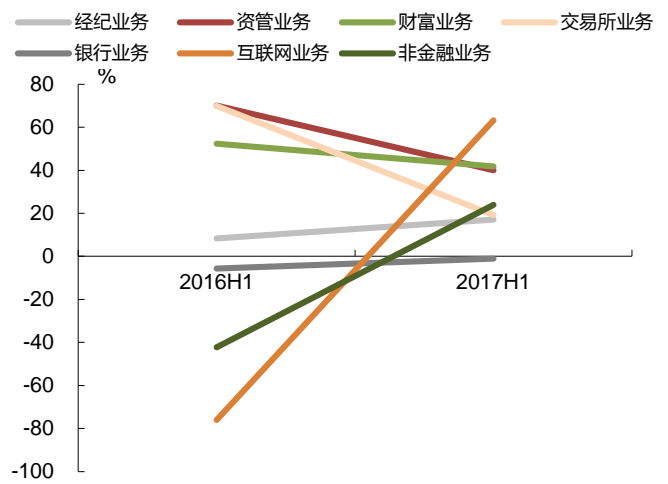
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司近年来中报各项业务营收



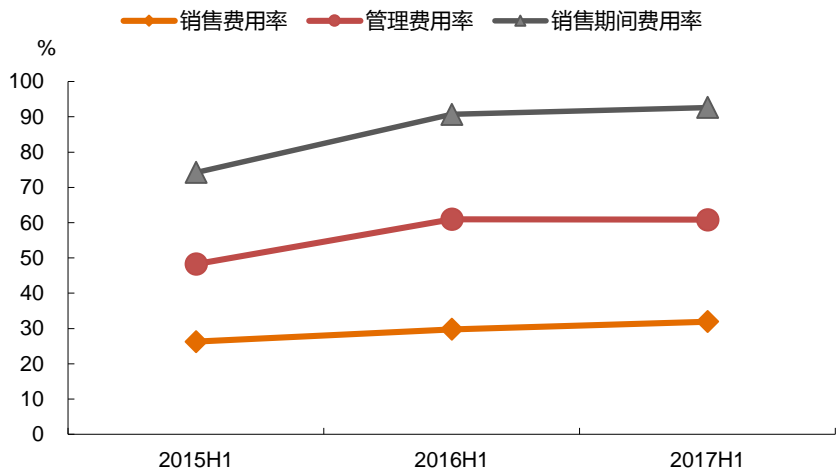
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司近年来中报各项业务营收增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：近三年中报各项费用率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

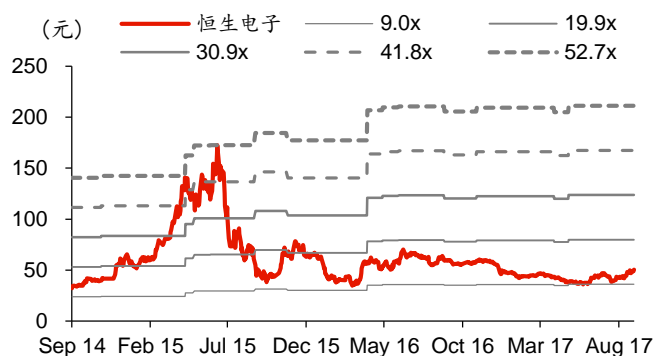
PE/PB - Bands

图表6: 恒生电子历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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	2,871	2,487	2,614
现金	302.55	343.46	830.11	334.37	332.86
应收账款	220.99	261.67	291.89	369.92	456.63
其他应收账款	19.66	38.04	43.48	54.57	67.79
预付账款	11.07	11.74	14.14	17.39	21.74
存货	58.66	51.80	62.75	77.10	96.37
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	5,003	4,560	4,631
流动负债	1,284	1,956	1,990	2,499	3,624
短期借款	0.00	0.00	0.00	173.13	867.42
应付账款	63.23	50.25	60.50	74.42	93.02
其他流动负债	1,221	1,906	1,929	2,251	2,664
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	2,061	2,572	3,698
少数股东权益	120.24	116.55	144.69	200.92	314.87
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	1,963	958.18	(206.16)
归属母公司股	2,432	2,401	2,797	1,787	617.68
负债和股东权益	3,975	4,548	5,003	4,560	4,631

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	991.66	439.91	312.66	716.29	995.85
净利润	448.79	(52.24)	490.28	612.07	827.02
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)	(230.00)	(170.00)	(180.00)
营运资金变动	551.58	556.06	(33.66)	174.84	230.57
其他经营现金	117.31	6.61	27.02	40.19	59.03
投资活动现金	(1,403)	(491.58)	235.27	175.24	185.25
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	235.27	175.24	185.25
筹资活动现金	190.75	90.87	(61.28)	(1,387)	(1,183)
短期借款	0.00	0.00	0.00	173.13	694.30
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)	(61.28)	(1,560)	(1,877)
现金净增加额	(219.45)	41.77	486.65	(495.74)	(1.52)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,226	2,170	2,604	3,203	4,004
营业成本	162.77	99.50	119.79	147.35	184.18
营业税金及附加	36.78	41.25	49.49	60.88	76.10
营业费用	581.82	663.02	781.26	928.92	1,161
管理费用	1,058	1,335	1,510	1,762	2,082
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	230.00	170.00	180.00
营业利润	428.33	140.90	365.42	465.31	672.09
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)	562.92	702.81	949.59
所得税	66.39	(7.75)	72.63	90.74	122.57
净利润	448.79	(52.24)	490.28	612.07	827.02
少数股东损益	(4.94)	(70.53)	28.15	56.23	113.95
归属母公司净利润	453.73	18.29	462.14	555.84	713.07
EBITDA (倍)	466.33	189.40	424.44	524.51	731.31
EPS (元)	0.73	0.03	0.75	0.90	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	56.52	(2.49)	20.00	23.00	25.00
营业利润	46.53	(67.10)	159.34	27.34	44.44
归属母公司净利润	25.86	(95.97)	2,427	20.28	28.29
获利能力 (%)					
毛利率	92.69	95.42	95.40	95.40	95.40
净利率	20.39	0.84	17.75	17.35	17.81
ROE	18.66	0.76	16.52	31.11	115.44
ROIC	66.60	29.09	88.51	479.48	(219.08)
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.80	44.65	41.19	56.41	79.86
净负债比率 (%)	0	0	0	6.73	23.46
流动比率	1.51	1.21	1.44	1.00	0.72
速动比率	1.46	1.18	1.41	0.96	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.51	0.55	0.67	0.87
应收账款周转率	7.78	5.49	5.82	5.96	5.98
应付账款周转率	3.24	1.75	2.16	2.18	2.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.03	0.75	0.90	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	0.71	0.51	1.16	1.61
每股净资产(最新摊薄)	3.94	3.89	4.53	2.89	1.00
估值比率					
PE (倍)	68.61	1,702	67.36	56.01	43.66
PB (倍)	12.80	12.97	11.13	17.42	50.40
EV_EBITDA (倍)	62.38	153.59	68.54	55.46	39.78

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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、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

©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；

一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；

一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