

2017年10月29日

恒生电子 (600570.SH)

恒生电子三季报点评：业绩符合预期，监管引致的IT建设需求脉冲回落

■**业绩符合预期。**公司2017年前三季度实现营业收入为16.5亿元，较上年同期增23.41%；净利润2.90亿元，较上年同期增41.15%。其中，三季度单季度实现营收5.7亿元，较上年同期增10.3%；净利润0.61亿元，较上年同期增48.2%。

■**投资收益大增提升公司业绩。**公司前三季度实现投资收益2.62亿，同比增长202.5%，是公司前三季度业绩大增的主要原因。投资收益主要包含转让维尔科技股权所获5711万以及对联营企业和合营企业的投资收益9516万（去年同期为1744万）。

■**三季度单季度营收增速较前两季度环比明显下降。**公司上半年业务保持高速增长的主要原因是公司抓住了投资者适当性管理等监管政策出台带来额外IT建设需求的行业机会。我们判断，三季度单季度营收增速较前两季度环比明显下降主要原因是《证券期货投资者适当性管理办法》7月1日正式实施，监管所引致的IT建设需求大部分在上半年实施完毕，下半年可能脉冲回落。

■**外延战略卓有成效。**公司近期公告以3.67亿元的价格收购大智慧持有的大智慧（香港）51%的股权。本次收购协同效应较强：1）可以补充公司在香港市场针对中小型券商交易系统的产品线，带来更多的客户基础，扩大公司在香港市场证券交易系统的整体市场份额；2）大智慧（香港）的前端技术优势未来可以与恒生香港的中后台技术结合。此外，公司今年以来还在人工智能、区块链技术等Fintech前沿技术领域进行了相关投资和布局，外延战略卓有成效。具体包括云图（供应链金融）、三角兽（人工智能）、Symbiont（区块链）、邦盛科技（金融风控及反欺诈）、鸿天融达（为金融行业提供自动化运维及监控的IT产品）。

■**投资建议：**公司长期技术为本，传统业务稳步增长，卡位优势明显；持续加大研发投入，创新业务多点布局，已初具规模。公司以科技为本，打造“百万亿”财富管理生态圈，前景广阔。预计2017、2018年EPS为0.74、0.84元，维持买入-A评级，6个月目标价65元。

■**风险提示：**创新业务发展不及预期；监管政策风险。

公司快报

证券研究报告

行业应用软件

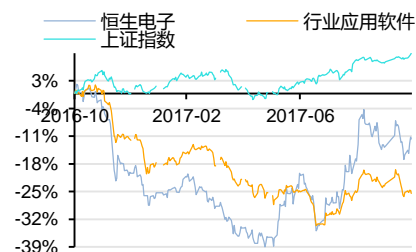
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**65.00元**
股价（2017-10-27）**52.12元**

交易数据

总市值(百万元)	32,200.01
流通市值(百万元)	32,200.01
总股本(百万股)	617.81
流通股本(百万股)	617.81
12个月价格区间	36.06/60.45元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.67	15.15	-19.02
绝对收益	1.64	20.18	-8.95

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

相关报告

恒生电子：恒生电子中报点评：业绩超预期，控股大智慧（香港）/胡又文	2017-08-31
恒生电子：智敬未来，赋能金融/胡又文	2017-06-07
恒生电子：科技为本，打造“百万亿”财富管理生态圈/胡又文	2017-06-03
恒生电子：短期承压，赢在未来/胡又文	2017-03-28
恒生电子：业绩符合预期，持续布局“泛财富管理”/胡又文	2016-10-29

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,225.5	2,170.2	2,617.4	3,136.9	3,967.6
净利润	453.7	18.3	457.3	516.8	703.2
每股收益(元)	0.73	0.03	0.74	0.84	1.14
每股净资产(元)	3.94	3.89	4.24	4.83	5.63
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	71.0	1,760.4	70.4	62.3	45.8
市净率(倍)	13.2	13.4	12.3	10.8	9.3
净利润率	20.4%	0.8%	17.5%	16.5%	17.7%
净资产收益率	17.6%	-2.1%	16.8%	16.8%	19.7%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.7%
ROIC	52.3%	-4.7%	46.9%	44.2%	56.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,225.5	2,170.2	2,617.4	3,136.9	3,967.6	成长性					
减:营业成本	162.8	99.5	125.2	145.1	180.8	营业收入增长率	56.5%	-2.5%	20.6%	19.8%	26.5%
营业税费	36.8	41.2	52.3	62.7	79.4	营业利润增长率	46.5%	-67.1%	258.4%	13.8%	37.2%
销售费用	581.8	663.0	794.7	941.1	1,177.5	净利润增长率	25.9%	-96.0%	2400.3%	13.0%	36.1%
管理费用	1,057.6	1,334.8	1,579.5	1,811.4	2,139.0	EBITDA 增长率	52.0%	-59.5%	80.0%	14.9%	55.4%
财务费用	-3.6	-1.0	-3.5	-3.8	12.9	EBIT 增长率	49.9%	-67.1%	129.7%	15.4%	58.1%
资产减值损失	124.0	4.1	4.1	5.7	4.4	NOPLAT 增长率	28.7%	-111.9%	-962.7%	13.0%	39.1%
加:公允价值变动收益	-1.8	-6.5	-	-	-	投资资本增长率	31.9%	-12.8%	19.9%	8.1%	58.7%
投资和汇兑收益	164.0	119.0	260.0	200.0	200.0	净资产增长率	25.4%	-1.4%	9.0%	13.4%	16.1%
营业利润	428.3	140.9	504.9	574.7	788.7	利润率					
加:营业外净收支	86.9	-200.9	20.0	18.5	18.5	毛利率	92.7%	95.4%	95.2%	95.4%	95.4%
利润总额	515.2	-60.0	524.9	593.2	807.2	营业利润率	19.2%	6.5%	19.3%	18.3%	19.9%
减:所得税	66.4	-7.8	63.0	71.2	96.9	净利润率	20.4%	0.8%	17.5%	16.5%	17.7%
净利润	453.7	18.3	457.3	516.8	703.2	EBITDA/营业收入	20.9%	8.7%	13.0%	12.4%	15.3%
						EBIT/营业收入	19.1%	6.4%	12.3%	11.8%	14.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	33	54	46	38	30
						流动资产周转天数	44	27	40	66	91
						流动营业资本周转天数	307	356	334	294	250
						流动资产周转天数	307	356	334	294	250
						应收帐款周转天数	31	40	40	41	47
						存货周转天数	10	9	8	10	11
						总资产周转天数	567	707	629	552	491
						投资资本周转天数	160	174	148	140	149
						投资回报率					
						ROE	17.6%	-2.1%	16.8%	16.8%	19.7%
						ROA	11.3%	-1.1%	10.0%	10.4%	12.2%
						ROIC	52.3%	-4.7%	46.9%	44.2%	56.9%
						费用率					
						销售费用率	26.1%	30.6%	30.4%	30.0%	29.7%
						管理费用率	47.5%	61.5%	60.3%	57.7%	53.9%
						财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%
						三费/营业收入	73.5%	92.0%	90.6%	87.6%	83.9%
						偿债能力					
						资产负债率	35.8%	44.7%	40.3%	38.0%	37.9%
						负债权益比	55.8%	80.7%	67.6%	61.3%	61.1%
						流动比率	1.51	1.21	1.39	1.43	1.34
						速动比率	1.46	1.18	1.35	1.37	1.28
						利息保障倍数	-118.64	-146.27	-91.91	-98.41	45.52
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.26	0.15	0.25	0.34
						分红比率	24.5%	878.2%	20.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	448.8	-52.2	457.3	516.8	703.2	EPS(元)	0.73	0.03	0.74	0.84	1.14
加:折旧和摊销	41.6	49.5	17.9	19.0	19.5	BVPS(元)	3.94	3.89	4.24	4.83	5.63
资产减值准备	124.0	4.1	4.1	5.7	4.4	PE(X)	71.0	1,760.4	70.4	62.3	45.8
公允价值变动损失	1.8	6.5	-	-	-	PB(X)	13.2	13.4	12.3	10.8	9.3
财务费用	0.0	0.2	-3.5	-3.8	12.9	P/FCF	211.3	199.2	122.5	76.2	52.1
投资损失	-164.0	-119.0	-260.0	-200.0	-200.0	P/S	14.5	14.8	12.3	10.3	8.1
少数股东损益	-4.9	-70.5	4.6	5.2	7.1	EV/EBITDA	78.1	146.9	90.6	78.2	50.7
营运资金的变动	223.9	161.3	-506.5	-331.3	-1,253.2	CAGR(%)	5.2%	-338.7%	35.3%	48.1%	61.1%
经营活动产生现金流量	991.7	439.9	-286.0	11.7	-706.1	PEG	13.7	-5.2	2.0	1.3	0.7
投资活动产生现金流量	-1,403.1	-491.6	529.4	180.0	190.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	190.8	90.9	-88.0	-151.3	434.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034