

强烈推荐-A (维持)

恒生电子 600570.SH

当前股价: 52.12 元
2017年10月29日

再现逆势增长, 关注龙头长线价值

基础数据

上证综指	3417
总股本(万股)	61781
已上市流通股(万股)	61781
总市值(亿元)	322
流通市值(亿元)	322
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	39.9%
主要股东	杭州恒生电子集团有
主要股东持股比例	20.72%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒生电子(600570)——攻守并重, 科技为王》2017-08-31
- 2、《恒生电子(600570)——冬令进补, 春华秋实》2017-04-25
- 3、《恒生电子(600570)——利空出尽, 静待东风》2017-03-28

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

公司 2017 年三季度再现逆势增长, Fintech 航母具备巨大长线价值。对标海外金融科技巨头, 我国金融科技市场空间巨大, 且龙头具备确定性溢价。短线看监管, 长线看创新。继续强烈推荐。

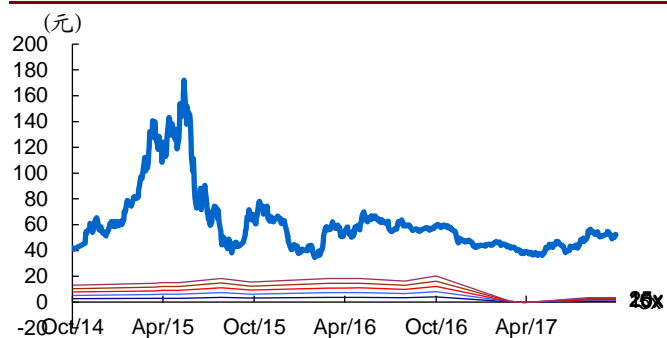
- **事件:** 公司发布 2017 年三季度报, 实现营业收入 16.51 亿元, 同比增长 23.41%, 实现归母净利润 2.90 亿元, 同比增长 41.15%。预计公司 2017 年归属于上市公司股东的净利润将比去年同期增长 50%及以上。
- **三季度再现逆势增长, Fintech 航母具备巨大长线价值:** 公司三季度业绩延续了中报的良好趋势, 实现了净利润 41% 的增长, 其中有约 5660 万来自处置维尔股权引入的投资收益, 若剔除该部分的影响, 则净利润增幅为 14%, 在当前监管收紧的大背景下, 依旧实现了逆势增长。先前市场普遍对公司今年的业绩表现预期不高, 但今年上半年由于投资者适当性管理、反洗钱 3 号令等监管的出台, 反而使公司今年在风控系统建设和科技监管方面的业务得到了快速发展, 起到了很好的业绩支撑作用。我们认为公司作为我国的 Fintech 龙头, 其真正的价值尚未体现。我们曾对标北美的金融科技巨头 FIS, 年入近百亿美元, 金融危机后股价已翻 10 倍。从 FIS 身上可以看出对于美国这样一个金融市场成熟度领先于我国的市场, Fintech 的需求和市场空间十分巨大, 并且龙头在行业发展中享受了确定性溢价。因此我们坚定看好恒生作为我国 Fintech 龙头的长线价值, 需着眼长远。
- **短线看监管, 长线看创新:** 虽然短期内看, 监管一定程度压制了金融科技的建设需求, 但我们认为这只是暂时的状态。从长线看, 创新才是促使 Fintech 企业存活并做大做强的关键要素。公司在创新方面一直保持了较高投入, 去年新成立了 8 家金融创新控股子公司, 主要围绕 2.0 业务展开布局。此外, 今年 6 月公司推出了 4 款人工智能产品, 分别对标智能投资、智能投顾、智能客服、智能资讯 4 大领域, 预计第二期产品也将会进一步发布。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 考虑公司领先的行业地位及创新业务的潜力, 我们维持 2017-18 年净利润预测为 5.1/6.7 亿元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** (1) 监管政策带来的不确定性 (2) 市场景气度持续低迷

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2226	2170	2767	3561	4070
同比增长	57%	-2%	27%	29%	14%
营业利润(百万元)	428	141	411	578	691
同比增长	47%	-67%	192%	41%	19%
净利润(百万元)	454	18	510	671	780
同比增长	26%	-96%	2686%	32%	16%
每股收益(元)	0.73	0.03	0.82	1.09	1.26
PE	71.0	1760.5	63.2	48.0	41.3
PB	13.2	13.4	11.1	9.1	7.6

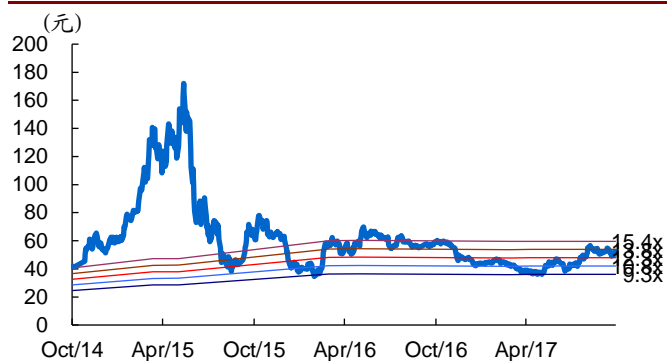
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 恒生电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒生电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《恒生电子: 产品优势壁垒显著, 以金融云服务构建生态圈》, 2015/04
- 《恒生电子: 科技金融王者》, 2016/06
- 《恒生电子: 利空出尽, 静待东风》, 2017/03
- 《恒生电子: 冬令进补, 春华秋实》, 2017/04
- 《恒生电子: 攻守并重, 科技为王》, 2017/08

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1935	2361	3651	4629	5882
现金	303	343	1090	1346	2119
交易性投资	73	17	17	17	17
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	221	262	310	399	456
其它应收款	20	38	49	62	71
存货	59	52	77	93	115
其他	1260	1650	2109	2712	3103
非流动资产	2040	2187	2203	2216	2228
长期股权投资	620	628	628	628	628
固定资产	315	337	357	374	389
无形资产	29	23	20	18	16
其他	1076	1199	1197	1196	1195
资产总计	3975	4548	5854	6846	8110
流动负债	1284	1956	2757	3146	3701
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	63	50	87	104	130
预收账款	782	1056	1821	2192	2722
其他	439	850	850	850	850
长期负债	139	75	75	75	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他	139	75	75	75	75
负债合计	1423	2031	2832	3221	3776
股本	618	618	618	618	618
资本公积金	253	365	365	365	365
留存收益	1561	1418	1928	2537	3255
少数股东权益	120	117	112	105	97
归属于母公司所有者权益	2432	2401	2911	3520	4237
负债及权益合计	3975	4548	5854	6846	8110

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	992	440	682	248	763
净利润	454	18	510	671	780
折旧摊销	42	49	48	50	51
财务费用	0	0	(6)	(10)	(14)
投资收益	(164)	(119)	(124)	(124)	(124)
营运资金变动	677	568	250	(342)	68
其它	(17)	(77)	4	3	1
投资活动现金流	(1403)	(492)	(64)	(64)	(64)
资本支出	(112)	(172)	(64)	(64)	(64)
其他投资	(1291)	(319)	0	0	0
筹资活动现金流	191	91	129	71	76
借款变动	(202)	(54)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	173	111	0	0	0
股利分配	(21)	(26)	0	(62)	(62)
其他	240	60	129	133	137
现金净增加额	(221)	39	747	255	774

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2226	2170	2767	3561	4070
营业成本	163	100	172	207	256
营业税金及附加	37	41	53	68	77
营业费用	582	663	838	972	1132
管理费用	1058	1335	1422	1870	2051
财务费用	(4)	(1)	(6)	(10)	(14)
资产减值损失	124	4	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)
投资收益	164	119	130	130	130
营业利润	428	141	411	578	691
营业外收入	148	190	120	120	120
营业外支出	61	390	10	10	10
利润总额	515	(60)	521	688	801
所得税	66	(8)	17	24	29
净利润	449	(52)	504	664	772
少数股东损益	(5)	(71)	(5)	(7)	(8)
归属于母公司净利润	454	18	510	671	780
EPS (元)	0.73	0.03	0.82	1.09	1.26

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	57%	-2%	27%	29%	14%
营业利润	47%	-67%	192%	41%	19%
净利润	26%	-96%	2686%	32%	16%
获利能力					
毛利率	92.7%	95.4%	93.8%	94.2%	93.7%
净利率	20.4%	0.8%	18.4%	18.8%	19.2%
ROE	18.7%	0.8%	17.5%	19.1%	18.4%
ROIC	13.5%	5.3%	12.8%	15.0%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	44.7%	48.4%	47.1%	46.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.8	1.8	2.7	2.4	2.5
应收帐款周转率	11.5	9.0	9.7	10.0	9.5
应付帐款周转率	3.2	1.8	2.5	2.2	2.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.73	0.03	0.82	1.09	1.26
每股经营现金	1.61	0.71	1.10	0.40	1.23
每股净资产	3.94	3.89	4.71	5.70	6.86
每股股利	0.04	0.00	0.10	0.10	0.20
估值比率					
PE	71.0	1760.5	63.2	48.0	41.3
PB	13.2	13.4	11.1	9.1	7.6
EV/EBITDA	284.2	715.3	287.6	210.9	179.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。