

主板与中小板启动合并，技术改造需求开始释放

——恒生电子(600570)事件点评

买入|维持

事件：

深圳证券交易所于2021年2月5日在官方网站发布新闻《深交所启动合并主板与中小板工作》、《深交所新闻发言人就合并主板与中小板有关安排答记者问》。

点评：

● 资本市场改革不断推进，公司凭借较高的市占率有望持续受益

深交所主板与中小板合并是中国证监会全面深化资本市场改革的一项重要举措。合并后，深交所将形成以主板、创业板为主体的市场格局，合并安排遵从“两个统一、四个不变”，统一业务规则，统一运行监管模式。根据公司资料，公司在证券集中交易系统市场的占有率是50%，在基金投资交易系统市场的占有率是83%，在保险投资交易系统市场的占有率是92%，伴随着资本市场改革的不断推进，证券、基金、保险等机构的相关IT系统都需要进行相应的更新改造，公司凭借较高的市场占有率，有望充分受益。

● 深交所和相关市场主体需要对技术系统进行适应性改造

深交所将在中国证监会指导下，对涉及的业务规则、市场产品、技术系统、发行上市等方面进行适应性调整。根据《深交所新闻发言人就合并主板与中小板有关安排答记者问》：本次合并主要涉及深交所内部技术系统以及证券公司、行情信息商等市场主体相关系统的技术改造；目前，深交所内部技术改造已基本完成，市场主体仅须就行情展示、数据接口等方面进行适应性改造，大约需要2个月时间完成；总体来看，核心交易系统基本不受影响，整体技术改造工程和投入不大，合并对全市场技术系统的影响较小。

● 回购股份进展顺利，截至2021年1月底累计达到4964563股

公司于2020年12月8日召开了七届董事会十五次会议，审议并通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》，公司拟使用不低于人民币6亿元（含），不超过人民币8亿元（含）的自有资金回购公司股票。回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起12个月内。截至2021年1月底，公司已累计回购股份4964563股，占公司总股本的比例为0.4755%，购买的最高价为110.30元/股、最低价为91.12元/股，已支付的总金额约4.92亿元（不含交易费用）。

● 投资建议与盈利预测

伴随着中国资本市场的快速发展，金融IT行业已经迎来高成长周期，公司作为龙头厂商有望充分受益。预测公司2020-2022年营业收入为46.37、54.88、64.68亿元，预测归母净利润为12.37、14.11、17.09亿元，EPS为1.18、1.35、1.64元/股，对应PE为83.80、73.44、60.65倍。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用PS估值方法较为合理。过去五年，公司PS主要运行在10-30倍之间，伴随着资本市场改革的不断推进，行业将保持高景气，估值水平有望维持，维持公司2021年25倍的目标PS，对应目标价为131.40元，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行影响下游客户的IT投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

当前价/目标价：99.25元/131.40元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：120.5 / 83.86

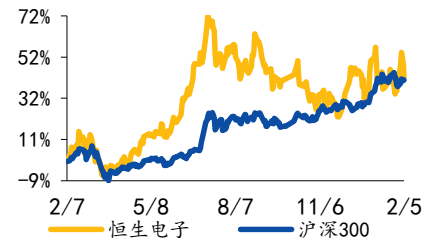
A股流通股（百万股）：1044.09

A股总股本（百万股）：1044.09

流通市值（百万元）：103626.01

总市值（百万元）：103626.01

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒生电子(600570.SH)2020年度业绩预告点评：业绩符合预期，新准则致收入增速放缓》
2021.02.01

《国元证券公司研究-恒生电子(600570.SH)2020年三季报点评：合同负债大幅增长，实际经营情况良好》
2020.11.02

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

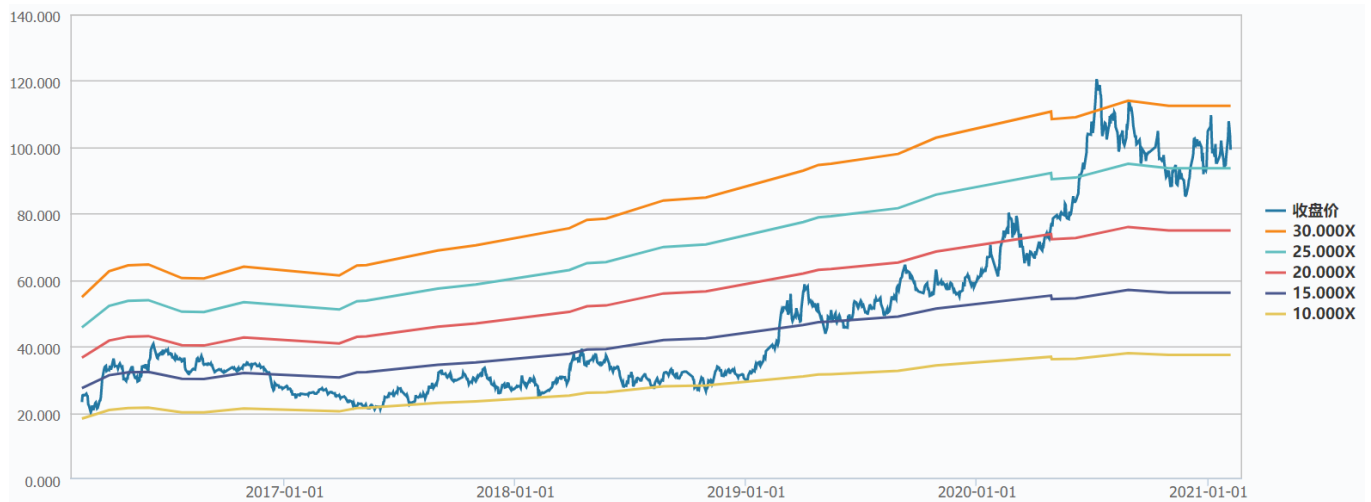
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
收入同比(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
归母净利润(百万元)	645.37	1415.85	1236.64	1411.00	1708.59
归母净利润同比(%)	36.96	119.39	-12.66	14.10	21.09
ROE(%)	20.29	31.61	23.38	22.30	22.45
每股收益(元)	0.62	1.36	1.18	1.35	1.64
市盈率(P/E)	160.57	73.19	83.80	73.44	60.65

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：恒生电子过去 5 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2936.37	4542.48	5762.30	7176.84	8970.26
现金	566.50	1328.71	2021.04	3085.85	4516.15
应收账款	151.69	239.70	324.41	412.84	520.88
其他应收款	26.87	26.07	30.60	35.67	41.39
预付账款	13.31	10.25	12.35	13.57	15.21
存货	15.74	25.69	324.13	379.62	442.47
其他流动资产	2162.26	2912.06	3049.78	3249.29	3434.16
非流动资产	3279.98	3817.02	3795.79	3834.02	3888.04
长期投资	982.32	862.14	875.41	898.65	921.36
固定资产	292.55	490.43	594.46	616.09	628.38
无形资产	115.63	109.51	92.74	75.66	58.13
其他非流动资产	1889.48	2354.95	2233.18	2243.63	2280.17
资产总计	6216.35	8359.50	9558.10	11010.86	12858.29
流动负债	2717.98	3175.87	3560.39	3972.55	4534.87
短期借款	0.00	21.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	135.05	180.14	199.03	213.54	224.95
其他流动负债	2582.93	2974.73	3361.36	3759.01	4309.92
非流动负债	83.96	290.25	293.60	297.11	299.85
长期借款	0.00	202.19	202.19	202.19	202.19
其他非流动负债	83.96	88.06	91.41	94.92	97.66
负债合计	2801.94	3466.12	3853.99	4269.66	4834.72
少数股东权益	232.90	414.41	414.02	413.57	413.02
股本	617.81	803.15	1044.09	1044.09	1044.09
资本公积	402.72	472.12	472.12	472.12	472.12
留存收益	1979.20	3194.03	3764.06	4801.22	6082.99
归属母公司股东权益	3181.50	4478.96	5290.09	6327.64	7610.56
负债和股东权益	6216.35	8359.50	9558.10	11010.86	12858.29

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	937.08	1070.79	904.42	1249.94	1668.73
净利润	678.36	1415.41	1236.24	1410.54	1708.04
折旧摊销	65.80	69.77	91.01	112.07	129.48
财务费用	1.93	2.96	-22.86	-40.96	-65.91
投资损失	-256.70	-475.35	-249.76	-258.54	-267.92
营运资金变动	309.10	130.49	-202.12	-9.77	110.87
其他经营现金流	138.60	-72.50	51.91	36.60	54.17
投资活动现金流	-393.72	-244.04	211.55	147.36	121.33
资本支出	146.64	367.12	25.61	40.52	86.03
长期投资	305.81	92.54	48.67	101.93	87.64
其他投资现金流	58.72	215.63	285.84	289.81	295.00
筹资活动现金流	-486.81	-74.98	-423.65	-332.49	-359.77
短期借款	0.00	21.00	-21.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	202.19	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	185.34	240.94	0.00	0.00
资本公积增加	12.69	69.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-499.49	-552.91	-643.59	-332.49	-359.77
现金净增加额	64.40	755.69	692.33	1064.82	1430.29

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
营业成本	94.46	124.78	1092.97	1280.21	1490.71
营业税金及附加	43.44	46.93	55.18	64.76	75.67
营业费用	882.07	926.61	696.00	820.97	965.62
管理费用	446.01	486.15	345.45	407.19	477.96
研发费用	1404.67	1560.03	1623.74	1936.67	2201.69
财务费用	1.93	2.96	-22.86	-40.96	-65.91
资产减值损失	-131.08	-14.65	-15.92	-17.83	-19.67
公允价值变动收益	-23.40	134.68	30.25	27.62	25.68
投资净收益	256.70	475.35	249.76	258.54	267.92
营业利润	701.06	1528.25	1321.85	1507.90	1825.63
营业外收入	2.22	2.53	2.67	2.83	2.91
营业外支出	3.64	3.44	3.46	3.58	3.71
利润总额	699.65	1527.34	1321.06	1507.15	1824.83
所得税	21.29	111.93	84.81	96.61	116.79
净利润	678.36	1415.41	1236.24	1410.54	1708.04
少数股东损益	32.99	-0.44	-0.40	-0.45	-0.55
归属母公司净利润	645.37	1415.85	1236.64	1411.00	1708.59
EBITDA	768.79	1600.99	1389.99	1579.01	1889.20
EPS (元)	1.04	1.76	1.18	1.35	1.64

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
营业利润(%)	51.27	117.99	-13.51	14.08	21.07
归属母公司净利润(%)	36.96	119.39	-12.66	14.10	21.09
获利能力					
毛利率(%)	97.11	96.78	76.43	76.67	76.95
净利率(%)	19.78	36.57	26.67	25.71	26.42
ROE(%)	20.29	31.61	23.38	22.30	22.45
ROIC(%)	104.43	107.95	89.32	112.63	169.70
偿债能力					
资产负债率(%)	45.07	41.46	40.32	38.78	37.60
净负债比率(%)	2.14	6.44	5.25	4.74	4.18
流动比率	1.08	1.43	1.62	1.81	1.98
速动比率	1.07	1.42	1.52	1.70	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.52	0.53	0.54
应收账款周转率	9.20	9.97	9.14	8.38	7.80
应付账款周转率	1.06	0.79	5.77	6.21	6.80
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.36	1.18	1.35	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.03	0.87	1.20	1.60
每股净资产(最新摊薄)	3.05	4.29	5.07	6.06	7.29
估值比率					
P/E	160.57	73.19	83.80	73.44	60.65
P/B	32.57	23.14	19.59	16.38	13.62
EV/EBITDA	127.10	61.03	70.30	61.88	51.72

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188