

2021年03月18日

# 财务审慎性减值，表观利润无影响

## 恒生电子(600570)

评级:	买入	股票代码:	600570
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	122.4/81.65
目标价格:		总市值(亿)	882.67
最新收盘价:	89.00	自由流通市值(亿)	882.67
		自由流通股数(百万)	1,044.09

### 事件概述

2021年3月18日公告显示：公司及子公司计提长期股权投资减值总额共计7695.07万元，计提商誉减值总额1.57亿元，两者合计2.34亿元。

### 分析判断：

#### ▶ 出于审慎性原则完成成长投/商誉减值，出清包袱后2021年轻装上阵

根据公告显示，公司本次共完成两部分减值：

一、长期股权投资减值，涉及四家公司，分别为1) 互联网金融领域的融都科技；2) 证券IT运维/安全领域的鸿天融达；3) 券商IT CRM领域的领壹信息；4) 量化模块领域的米筐科技。从减持理由来看，疫情影响和业务转型是主要的两方面考量，公司因此以现金流折现重估各公司价值，合计减值7695.07亿元。

二、商誉减值，涉及两家公司，分别为1) 香港市场经营主体恒云控股，提供一体化账户、基金IT等服务（2017-2018年恒生电子对其累计投资约8.54亿元，持股96.45%）；2) 大数据解决方案领域的安正软件（恒生电子及其下属子公司对其累计投资约7,713.72万元，持股85%）。从减持理由来看，香港市场的疫情与地缘政治不确定性是公司对于恒云控股进行减值的主要原因，而针对安正软件的减持则是考虑业务融合周期，合计减值金额为1.57亿元，恒运控股减值贡献主要部分（1.28亿元）。

我们认为，本次减值处理反映的更多是公司的财务审慎性，判断6家公司的经营面并未出现实质性恶化。一个可以参考的例子是，本次减值金额最大的子公司恒云控股，其在2020年的业绩其实并无问题，全年实现营收1.57亿元、实现净利润5409万元，尽管疫情影响导致同比增幅有限（2019年营收1.49亿元；利润5341万元），但仍属正常经营状态。而追溯往年来看，公司在2019年完成商誉减值1349.42万元；2018年完成长期股权投资减值4132.51万元，判断减值处理的审慎性是公司一贯的财务原则。我们认为，本次减值不应被过度解读为经营层面的负面信号，甚至考虑到包袱出清将利于公司未来发展，2021年轻装上阵或能展现更佳业绩弹性。

#### ▶ 减值影响已体现在此前业绩预告中，2020年表观业绩并无变化

值得注意的是，公告还显示2020年全年业绩预告已经充分预估本次资产减值因素的影响，即本次计提不影响2020年业绩预期。回顾此前披露的2020年业绩预告，预计全年扣非归母净利润约6.62亿元，同比减少约25.66%。判断核心因素仍是会计准则变化，即收入确认方式由“完工百分比法”向“终验法”转变。此外年末的区域性疫情升级也在一定程度上推延了公司的收入确认进程。从订单周期的角度来看，公司的订单创建高峰期Q2、Q4两季，前者是金融机构采购立项完成的时期、后者是年末预算出清的时期。2020年来看，Q2为订单创建与施工抢进度的高峰期（创业板注册制要求6月底前基本完成技术改造），原计划主体收入都将在Q4集中确认，但判断疫情二次升级影响了部分下游金融机构的验收进程，导致“终验法”规则下部分项目收入无法达到确认标准。同样基于“终验法”规则，Q4新订单带来增量收入也无法计入2020年口径，对应2019Q4高基数产生了业绩贡献缺口。展望2021年，由于2020年的收入确认问题并不会导致需求萎缩，则推延的部分收入都将在2021年兑现，业绩确定性极高。

► **坚定看好 2021 年政改红利与新品迭代 (045 等) 逻辑共振**

回归基本面，我们认为 2020 年已经是制度改革大年，创业板改革超预期落地，而展望 2021 年，后续的主板&中小板合并、新三板精选层、公募投顾、乃至全面注册制、单次/蓝筹“T+0”有望形成政策接力，推动资本市场 IT 赛道加速爆发。公司对于各类政改均能提供一体化解决方案，极大受益改革红利，后续业绩有望超预期。在众多改革中，“T+0”受到市场的广泛关注。我们认为“T+0”交易制度，若能得以单次/蓝筹试点的形式实施，将再次带来大量的系统升级、调试等 IT 改造需求，对金融 IT 服务商构成重大利好，公司凭借高市占率极大受益。不仅如此，“T+0”还有望增加市场流动性，下游券商收入端也将受提振，景气度向上游传导可期。

不仅如此，创新产品与云化有望在中长周期形成新的增长动力。随着 2020 年 9 月 045 正式发布，0 系列迭代开始进入全面实践期，目前开始在公募、私募以及其他资管机构逐步落地，2021 年整体业务需求将显著走强。此外，泛资管类金融云 SaaS 将进一步打开成长空间。从公司产品迭代路径来看，云化 (SaaS 化) 是目前的产品创新重点。近年来云平台运营模式渐成新增长引擎，云毅等 SaaS 子公司有望复制北美巨头 SEI 发展模式，打开泛资管 IT 行业巨大市场，驱动公司逐步由金融 IT 龙头向金融云 SaaS 龙头演进。

**投资建议：**

维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年营收分别增长 9.6%/31.1%/25.6%，三年间归母净利润分别增长-12.7%/47.6%/32.0%，预计三年间归母净利润分别为 12.4/18.2/24.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.18/1.75/2.31 元。坚定看好公司基本面，当前股价正值阶段性估值低点，坚定看好价值回归，维持“买入”评级。

**风险提示：**

金融创新政策推进不及预期的风险、创新业务进展不及预期的风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,263	3,872	4,243	5,562	6,988
YoY (%)	22.4%	18.7%	9.6%	31.1%	25.6%
归母净利润(百万元)	645	1,416	1,236	1,824	2,407
YoY (%)	37.0%	119.4%	-12.7%	47.6%	32.0%
毛利率 (%)	97.1%	96.8%	96.7%	97.0%	97.2%
每股收益 (元)	0.62	1.36	1.18	1.75	2.31
ROE	20.3%	31.6%	20.7%	23.4%	23.6%
市盈率	143.99	65.63	75.19	50.96	38.61

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,872	4,243	5,562	6,988	净利润	1,415	1,235	1,823	2,406
YoY (%)	18.7%	9.6%	31.1%	25.6%	折旧和摊销	70	55	62	70
营业成本	125	141	167	193	营运资金变动	131	253	674	705
营业税金及附加	47	68	100	126	经营活动现金流	1,071	1,053	2,216	3,176
销售费用	927	1,018	1,096	1,188	资本开支	-367	405	325	90
管理费用	486	552	595	664	投资	-93	-103	-270	-365
财务费用	3	1	5	13	投资活动现金流	-244	232	-84	-500
资产减值损失	-15	0	0	0	股权募资	93	241	0	0
投资收益	475	85	56	70	债务募资	264	29	50	50
营业利润	1,528	775	1,508	2,409	筹资活动现金流	-75	290	78	84
营业外收支	-1	575	500	250	现金净流量	756	1,575	2,209	2,761
利润总额	1,527	1,350	2,008	2,659	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	112	115	185	253	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,415	1,235	1,823	2,406	营业收入增长率	18.7%	9.6%	31.1%	25.6%
归属于母公司净利润	1,416	1,236	1,824	2,407	净利润增长率	119.4%	-12.7%	47.6%	32.0%
YoY (%)	119.4%	-12.7%	47.6%	32.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.36	1.18	1.75	2.31	毛利率	96.8%	96.7%	97.0%	97.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	36.6%	29.1%	32.8%	34.4%
货币资金	1,329	2,904	5,113	7,874	总资产收益率 ROA	16.9%	12.1%	14.2%	14.9%
预付款项	10	16	19	20	净资产收益率 ROE	31.6%	20.7%	23.4%	23.6%
存货	26	27	30	31	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	3,178	3,195	3,490	3,834	流动比率	1.43	1.79	2.04	2.34
流动资产合计	4,542	6,141	8,651	11,758	速动比率	1.42	1.78	2.03	2.33
长期股权投资	862	950	1,030	1,130	现金比率	0.42	0.85	1.21	1.56
固定资产	490	535	573	583	资产负债率	41.5%	37.4%	36.4%	34.5%
无形资产	110	110	110	110	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	3,817	4,030	4,233	4,433	总资产周转率	0.46	0.42	0.43	0.43
资产合计	8,359	10,171	12,884	16,191	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	21	0	0	0	每股收益	1.36	1.18	1.75	2.31
应付账款及票据	180	203	241	278	每股净资产	4.29	5.70	7.45	9.76
其他流动负债	2,975	3,228	3,990	4,755	每股经营现金流	1.03	1.01	2.12	3.04
流动负债合计	3,176	3,431	4,231	5,032	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	202	252	302	352	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	88	118	158	208	PE	65.63	75.19	50.96	38.61
非流动负债合计	290	370	460	560	PB	18.12	18.39	14.08	10.75
负债合计	3,466	3,802	4,691	5,593					
股本	803	1,044	1,044	1,044					
少数股东权益	414	414	413	413					
股东权益合计	4,893	6,370	8,193	10,599					
负债和股东权益合计	8,359	10,171	12,884	16,191					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

### 分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。