

恒生电子（600570）

证券研究报告

2021 年 09 月 01 日

资本市场改革视角：全面深化改革有望驱动公司持续高增

近期，平台经济领域推行反垄断、国际局势紧张等外部环境的变化引发市场两点思考：1、资本市场改革及对外开放进程是否放缓；2、假设学习德国模式，是否会对未来资本市场的景气度展望有所影响。对此，我们研究了近一年来证监会发布的要闻、以及德国金融发展历程，得出如下结论：

1) 资本市场在新时期具有支持创新的使命担当，改革进程不会放缓。资本市场的发展有利于各类要素资源加速向科技创新领域集聚、加快创新资本形成。作为贯彻监管意志、协助高效推进资本市场改革落地执行的服务商，恒生电子等资本市场 IT 公司有望充分收益。

2) 资本市场对外开放的进程不会放缓，力度会不断加大。稳步推动资本市场制度型开放、扩大资本市场高水平双向开放是构建双循环发展新格局的内在要求，金融对外开放的力度会不断加大。

3) 即使假设学习德国模式，也不会影响对未来资本市场景气度的展望。一战前，德国资本市场为工业化快速发展带来有力支撑；此后随着企业自身造血能力加强、以及管家银行制度的形成，德国企业更加偏好内部融资以及银行间接融资，对资本市场直接融资依赖程度降低。较低的证券化率水平也使得德国对支持新兴产业和创新企业的效率不高。而这与我国银行体系对中小企业支持力度不足、企业自造血能力偏低、亟需引导各类要素资源加速向科技创新领域集聚的需求不符。

恒生电子的增长由业务需求、技术需求、监管需求三大因素驱动，近年监管需求对公司业务的拉动明显。我们认为：1) 业务需求方面，金融行业正面临向大资管、大财富转型的机遇期，而恒生电子无论在投资交易管理系统还是公募投顾领域均具备领先优势；2) 技术需求方面，行业正处于向分布式转型的机遇期，公司 UF 3.0、O45 年内均实现初步落地；3) 监管需求方面，资本市场全面改革正在加速推进，龙头地位有望进一步稳固、市场波动对业绩的影响也有望得到平抑，公司增长确定性加强。

我们预测公司 2021~2023 年营业收入分别为 53.19/67.54/85.02 亿元，净利润分别为 14.11/17.53/21.81 亿元，对应 PE 52.07/41.92/33.70 倍，处于历史较低区间。我们给予公司 2022 年 63~73 倍 PE（参考公司过去 5 年及 10 年 PE 估值中枢），对应 1,101~1,274 亿市值，目标价区间 75.4~87.2 元，较现价仍有 49.8%~73.4%空间，维持“买入”评级。

风险提示：1) 资本市场改革推进不及预期；2) 市场竞争格局变化；3) 宏观政策对发展科技的高定位发生变化

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,871.84	4,172.65	5,319.11	6,754.39	8,502.29
增长率(%)	18.66	7.77	27.48	26.98	25.88
EBITDA(百万元)	2,979.60	3,265.51	1,576.90	1,959.96	2,432.68
净利润(百万元)	1,415.85	1,321.74	1,411.23	1,753.05	2,180.64
增长率(%)	119.39	(6.65)	6.77	24.22	24.39
EPS(元/股)	0.97	0.90	0.97	1.20	1.49
市盈率(P/E)	51.90	55.60	52.07	41.92	33.70
市净率(P/B)	16.41	16.14	11.78	9.47	7.67
市销率(P/S)	18.98	17.61	13.82	10.88	8.64
EV/EBITDA	19.25	31.74	40.05	33.36	23.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	50.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,461.56
流通 A 股股本(百万股)	1,461.56
A 股总市值(百万元)	73,487.26
流通 A 股市值(百万元)	73,487.26
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	49.25
一年内最高/最低(元)	112.99/48.16

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
王倩雯	联系人
wangqianwen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒生电子-半年报点评:营收增速符合预期，看好三大动能驱动需求持续增长》2021-08-26
- 《恒生电子-公司点评:三大动能推动需求增长，持续看好下半年高景气》2021-07-04
- 《恒生电子-季报点评:经营性现金流持续验证景气，研发投入夯实龙头地位》2021-04-29

内容目录

1. 支持创新科技发展要求资本市场全面深化改革.....	3
1.1. 注册制改革是“牛鼻子”工程，全面深化资本市场改革可期.....	3
1.2. 资本市场制度型开放将稳步推进，开放力度会不断加大.....	5
1.3. 资本市场在科技自立自强的新发展阶段能优化资源配置、加快创新资本形成.....	5
1.4. 即使假设金融体系向德国学习，也不会影响对资本市场的乐观展望.....	6
2. 资本市场改革稳定了恒生的竞争格局，平抑市场波动对业绩的影响.....	8
2.1. 刚性支出拉动业绩增长，平抑资本市场波动的影响.....	8
2.2. 稳固现有竞争格局，利好龙头地位.....	9
2.3. 资本市场改革事件回顾及展望.....	9
3. 投资建议.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：部分经济体 2019 年制造业及金融业占 GDP 比重.....	6
图 2：德国银行&非金融机构 ROE 对比.....	7
图 3：德国及其他国家证券化率对比.....	8
图 4：恒生电子股价自 2018 年以来走出显著 alpha.....	9
图 5：2020 年某证券信息系统投向（单位：万元）.....	9
图 6：2019 年某证券信息系统投向（单位：万元）.....	9
图 7：恒生电子过往 5 年 PE-Band.....	11
图 8：恒生电子过往 10 年 PE-Band.....	11
表 1：融资端基础制度改革展望.....	4
表 2：投资端基础制度改革.....	4
表 3：近年资本市场对外开放的重要举措.....	5
表 4：1850-1913 年欧洲主要国家工业年平均增长率.....	7
表 5：2018 年以来重要资本市场改革事件回顾及展望.....	10

近期，平台经济领域推行反垄断、国际局势紧张等外部环境的变化引发市场两点思考：1、资本市场改革及对外开放进程是否放缓；2、假设学习德国模式，是否会对未来资本市场的景气度展望有所影响。对此，我们研究了近一年来证监会发布的要闻、以及德国金融发展历程，得出如下结论：

- 1) **资本市场在新时期具有支持创新的使命担当，改革进程不会放缓。**资本市场的发展有利于各类要素资源加速向科技创新领域集聚、加快创新资本形成。在科技自立自强作为国家发展战略支撑的时期，证监会有望开启全面深化资本市场改革的新局面。作为贯彻监管意志、协助高效推进资本市场改革落地执行的服务商，恒生电子等资本市场IT公司有望充分收益。
- 2) **资本市场对外开放的进程不会放缓，力度会不断加大。**稳步推动资本市场制度型开放、扩大资本市场高水平双向开放是构建双循环发展新格局的内在要求，金融对外开放的力度会不断加大。如2020年我国取消了证券公司、基金管理公司和期货公司的外资股比限制；今年3月，商务部印发《关于围绕构建新发展格局做好稳外资工作的通知》，研究放宽外国投资者战略投资上市公司资质条件、持股比例、持股锁定期等要求；至今年7月底，我国QFII达628家，其中仅2021年获批资格的就有75家。
- 3) **即使假设学习德国模式，也不会影响对未来资本市场景气度的展望。**回顾德国资本市场发展历程，一战前，德国资本市场为工业化快速发展带来有力支撑；此后随着企业自身造血能力加强、以及管家银行制度的形成，德国企业更加偏好内部融资以及银行间接融资，对资本市场直接融资依赖程度降低。较低的证券化率水平也使得德国对支持新兴产业和创新企业的效率不高。而这与我国银行体系对中小企业支持力度不足、企业自造血能力偏低、亟需引导各类要素资源加速向科技创新领域集聚的需求不符。因此即使金融体系向德国学习，我们对资本市场的长期展望依然乐观。

1. 支持创新科技发展要求资本市场全面深化改革

过去三十多年来，资本市场在改革中前进，在开放中成长。尤其是党的十八大以来，习近平总书记高度重视资本市场基础制度建设，十九届四中全会和中央经济工作会议均对加强资本市场基础制度建设作出部署。

“十四五”时期推动高质量发展对资本市场提出了更高的要求。全国人大第四次会议审议通过的“十四五”规划纲要，对注册制改革、提高上市公司质量、大力发展机构投资者、深化资本市场对外开放等重点任务进一步作出了部署。

构建新发展格局是发展问题，但本质上是改革问题。近年来，刘鹤副总理提出了“建制度、不干预、零容忍”九字方针、新《证券法》对一系列基础性制度作出系统性修订和完善、证监会《全面深化资本市场改革总体方案》对12个方面改革任务有序实施。下一步，证监会仍将保持改革定力、加强改革评估、把握好改革的时度效，平稳推进资本市场各项改革举措落地，加快构建更加成熟更加定型的资本市场基础制度体系，不断提升我国资本市场的吸引力和国际竞争力。

1.1. 注册制改革是“牛鼻子”工程，全面深化资本市场改革可期

注册制改革是资本市场改革的“牛鼻子”工程。2018年11月，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制的中大决策，标志着注册制改革进入启动实施的阶段。2019年7月22日首批科创板公司上市交易；此后，党中央、国务院决定推进创业板改革并试点注册制，并于2020年8月24日正式落地。这一系列举措，形成了从科创板到创业板、再到未来全市场的“三步走”注册制改革布局。

注册制改革不是简单的股票发行制度改革，而是资本市场“牵一发而动全身”的关键改革；

在发行制度改革的同时，也需同步对其他基础制度进行改革，如交易、信息披露、再融资、持续监管和退市等关键环节和重要领域的制度安排。

融资端，我国持续优化交易制度、推进风险管理及监管科技的发展，不断丰富融资工具品种，深入推进债券市场创新发展、积极稳妥发展金融衍生品市场和场外市场，形成多层次资本市场体系。

表 1：融资端基础制度改革展望

类别	具体说明
优化交易	- 积极稳妥优化交易结算制度，年内力争推出《证券期货交易场所和结算机构信息技术管理办法》 - 优化融资融券和转融通制度 - 稳步推进货银对付（DVP）结算制度改革 - 抓紧研究、择机出台《证券公司柜台业务办法（试行）》、《债券回购交易结算管理办法》 - 修改《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》
发展多层次市场、丰富产品	- 积极稳妥发展金融衍生品市场，推进期货及衍生品市场创新，着力稳步扩大股票期权试点 - 深入推进债券市场创新发展，完善债券发行注册制、深化交易所与银行间债券市场基础设施互联互通、进一步支持银行参与交易所债券市场 - 加大资产证券化产品创新力度 - 扩大公募 REITs 试点范围 - 扩大知识产权证券化覆盖面 - 推动建设首都区域性股权市场区块链登记托管基础设施
风险管理	- 丰富风险管理工具 - 建立有效的风控前置程序、完备的风险管理系统
监管科技	- 加强证券期货行业科技发展的统筹规划，大力促进大数据、云计算、区块链、人工智能等创新科技在行业的推广应用 - 修改《证券基金经营机构信息技术管理办法》

资料来源：中国证券监督管理委员会，天风证券研究所

投资端，我国注重扩大机构投资者的力量，把握融资端改革和投资端优化之间的平衡，加强投资端制度建设，积极引导更多中长期资金入市。

表 2：投资端基础制度改革

类别	具体说明
对内	- 优化公募基金注册机制，大力发展权益类基金 - 完善投资顾问业务规则 - 完善权益投资的会计、业绩评价和激励机制
对外	- 修订发布 QFII、RQFII 监管规则，引入更多境外中长期资金 - 优化沪深港通机制，推动提高 A 股纳入国际主要指数的比例

资料来源：中国证券监督管理委员会，天风证券研究所

近两年来，试点注册制总体顺利，逐步凝聚了广泛的改革共识。但注册制改革只是有了好的开端，制度安排尚未经完整市场周期和监管闭环的检验，有些制度还需要不断磨合和优化；而解决资本市场长期积累的深层次矛盾需要综合施策、久久为功，不可能一蹴而就。未来，证监会有望一揽子推进板块改革、基础制度改革以及证监会自身改革，开启全面深化资本市场改革的新局面。

1.2. 资本市场制度型开放将稳步推进，开放力度会不断加大

改革开放是决定中国命运的关键一招，也是资本市场持续发展的根本动力；资本市场三十多年的发展历程启示我们，必须始终坚持市场化、法治化、国际化的改革方向。截至 2021 年 7 月底，我国合格境外机构投资者数量达 628 家，其中仅 2021 年获批资格的就有 75 家。但目前中国资本市场中，外资持股市值不到 5%；对比发达国家资本市场，2016 年外资持股占英国股市的 54%、2017 年外资持股占日本股市的 30.3%、2018 年外资持股占美国股市的 14.8%，我国外资持股比例仍有较大提升空间。

证监会新闻发言人日前也表示，中国推进改革开放的基本国策坚定不移，金融对外开放的力度会不断加大；下一步证监会也将继续推出更多务实的开放举措，推动中国资本市场高质量发展。

表 3：近年资本市场对外开放的重要举措

时间	重要举措
2019.06	· 宣布中国资本市场进一步扩大对外开放的 9 条措施
2020.01~2020.04	· 取消证券公司、期货公司、基金管理公司的外资持股比例限制
2020.08	· 贝莱德基金成为我国境内首家获准设立的外商独资公募基金
2020.11	· 《QFII、RQFII 办法》施行，进一步降低了境外机构投资者在中国境内开展证券期货投资的准入门槛，简化审核程序，扩大投资标的范围

资料来源：中国证券监督管理委员会，新华网，天风证券研究所

稳步推动资本市场制度型开放，扩大资本市场高水平双向开放是构建双循环发展新格局的内在要求。我国将研究逐步统一、简化外资参与中国资本市场的渠道和方式，深化境内外市场互联互通，拓展交易所债券市场境外机构投资者直接入市渠道，拓宽商品和股指期货期权品种开放范围和途径，积极参与国际金融治理。这一年来，我国证监会分别与香港、澳门、新加坡、日本等市场进行会晤，并就对外开放进行交流；至今，证监会已相继与 67 个国家和地区的证券期货监管机构签署了双边监管合作谅解备忘录，未来沪伦通、沪德通也有望成为外资布局 A 股市场的重要渠道。

1.3. 资本市场在科技自立自强的新发展阶段能优化资源配置、加快创新资本形成

创新能力不足仍是我国经济的软肋。中央十九届五中全会强调，要支持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。

选择科创板、创业板优先试点注册制，是资本市场探索建立支持关键核心技术创新的制度安排。科创板是增量板块，突出“硬科技”特色，主要服务突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。创业板改革后，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，定位于主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

由此，资本市场在新发展阶段主要的使命担当主要表现在两个方面：

- 1) **市场化的资源配置功能。**推动科创板、创业板、新三板、私募股权基金等更好地支持创新创业，引导各类要素资源加速向科技创新领域集聚，助力打好关键核心技术攻坚战。可以看到，注册制带来了更多源头活水，特别是“硬科技”企业、创新创业企业有了更多上市机会，很大程度上避免了优质科技企业只能选择境外上市的问题。2020 年以来沪深交易所新上市公司 340 多家，其中科创板和改革后的创业板接近 180 家，有力地服务了实体经济和科技创新。
- 2) **激励约束机制。**科技创新除了需要资本支持，更重要的是要充分激发人的积极性和创

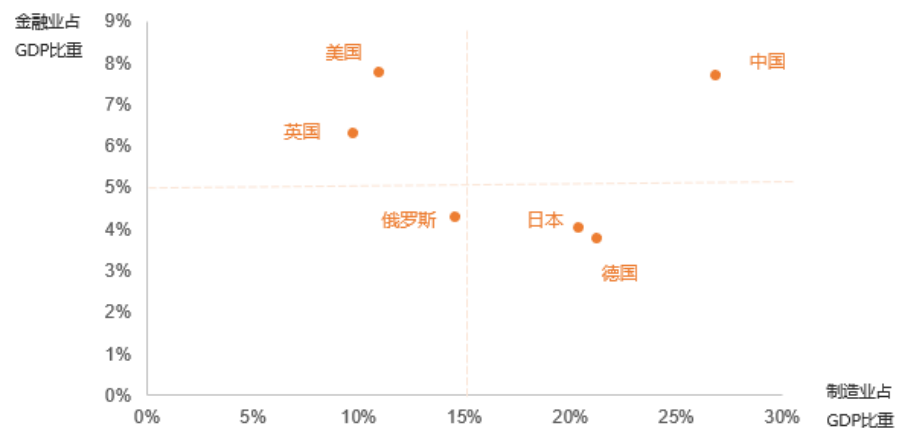
造性，而资本市场特有的风险共担、利益共享机制能够有效解决这个问题，从而**加快创新资本形成**，促进科技、资本和产业高水平循环，推动产业基础高级化、产业链现代化。

1.4. 即使假设金融体系向德国学习，也不会影响对资本市场的乐观展望

如果将 5% 的金融业增加值占比作为区分金融规模大与小的标准、将 15% 的制造业增加值占比作为区分实体经济大与小的标准，可以将主要经济体金融与实体经济的关系划分为 4 种类型：

- 1) 大制造、大金融：以中国为代表；
- 2) 大制造、小金融：以德国、日本为代表；
- 3) 小制造、大金融：以美国、英国为代表；
- 4) 小制造、小金融：以俄罗斯为代表。

图 1：部分经济体 2019 年制造业及金融业占 GDP 比重



资料来源：wind，天风证券研究所

然而，大制造、大金融并非稳定的状态，因此市场会有向英美学习“小制造、大金融”，或者向德国学习走“大制造、小金融”道路的讨论。然而，由于英美两国的主权货币优势明显，且拥有伦敦和纽约这两大金融中心的优势地位，因而倾向于将资本投入到以金融业为主的虚拟经济领域。而中国与德国目前还不具备储备货币的国际地位，同时由于德国与中国在经济发展道路和制度安排上存在较多相似性，如银行主导金融体系的特征明显、国有或公共金融机构占比高、重视实体经济发展、实行大陆法系等等；因而部分投资人提出疑问：**如果我国金融体系向德国学习，走“大制造、小金融”的道路，是否对资本市场长期发展的展望偏谨慎？**

对此，我们的看法是否定的，理由论述如下：

- 1) 回顾德国资本市场发展历程，一战之前德国资本市场高度发达，同时也伴随着工业化的快速发展。从上市公司数量看，1900 年柏林证券交易所上市公司超过 700 家，1913 年达到 922 家，远高于同期纽交所的水平；从证券化率看，1913 年德国上市公司市值与 GDP 之比为 44%，高于同期美国 39% 的证券化率；1913 年德国每百万人上市公司 27.96 家，高于同期美国的 4.75 家。股票市场的大发展使得股票在德国企业融资中发挥了不逊色于银行的作用。1870-1913 年，通过股票市场筹集的资金占企业总融资的比重达 43%。此后，德国受到第一次世界大战（1914-1918 年）、恶性通胀（1921-1923 年）、金融危机（1931 年）等事件影响，股票市场才出现明显倒退。

与此同时，德国工业发展也蒸蒸日上。1870 年，德国的工业生产已经超过法国，占世

界的 13.2%。一战之前，德国已经在新技术的基础上建立起比较完整的工业体系；1913 年德国占世界工业生产的 15.7%，超过英国 14.0% 的水平，成为仅次于美国的资本主义工业强国。

表 4：1850-1913 年欧洲主要国家工业年平均增长率

	1850-1870 年	1870-1913 年
德国	3.5%	3.9%
英国	1.8%	2.1%
法国	0.9%	2.2%
意大利	2.5%	2.2%
俄国	2.3%	5.3%

资料来源：《欧洲历史统计 1750-1970》（作者：米切尔），《德国工业化道路的一些特点》（作者：林进成），天风证券研究所

说明：1）意大利第一列的平均增速 2.5% 为 1861 至 1870 年的平均增速；2）俄国第一列的平均增速 2.3% 为 1860 至 1870 年的平均增速。

我们认为一战之前，德国资本市场为工业化快速发展带来有力支撑，一如我国现在处于亟需资本市场为新经济提供支持的阶段，抑制资本市场发展的概率不大。

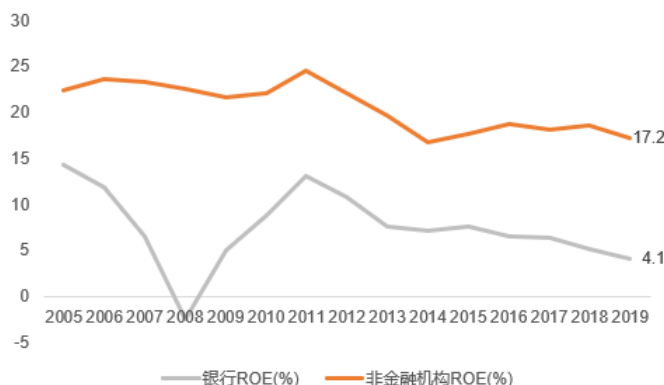
- 2) 由于强劲的盈利能力，德国企业更加偏好内源融资。根据 Detzer 和 Hein 的估算，2001-2005 年，德国企业资本形成中内源融资占比近 100%；2006-2010 年超过 100%，外源融资的贡献为负。这与中国企业普遍依赖外源融资的现状不同。

根据 Pecking Order Theory，内部融资比外部融资更加受到企业的偏好。由于德国非金融企业利润率长期高于银行业，因而规避了包括资本、人才和企业家等在内的生产要是过度配置到金融业；实体经济的高收益率带来了大量的利润和留存收益，强化了内部融资能力，降低了企业经营活动对外部融资的依赖。

并且，根据德国复兴信贷银行对拒绝贷款的中小企业的调查，超过 80% 的受访企业将保持公司独立性作为不贷款的原因。赫尔曼·西蒙指出，德国“隐形冠军”对上市仍持保留态度，他们普遍认为保持企业的独立性比快速增更加重要。

德国非金融机构 2019 年平均 ROE 为 17.2%，远高于银行业 4.1% 的 ROE 水平，因此更偏好内源融资。而我国国有企业 2020 年平均 ROE 为 5%，与银行业 9.7% 的 ROE 相去甚远，在当前阶段不具备主要依靠内部融资实现增长的基础，仍然需要依靠资本市场等方式进行外部融资，从而实现快速发展。

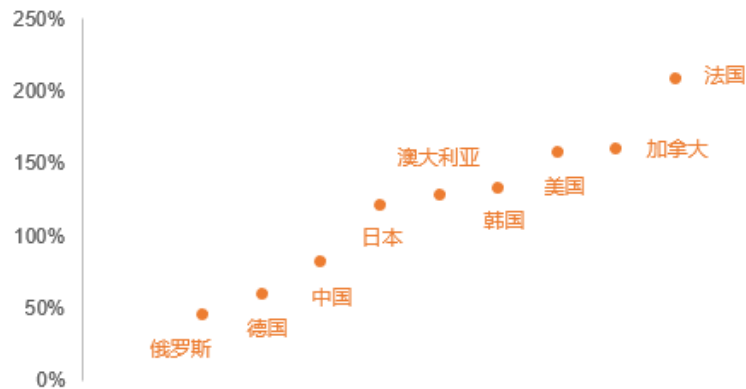
图 2：德国银行&非金融机构 ROE 对比



资料来源：IMF，天风证券研究所

- 3) 德国与我国的银行制度相去甚远。德国实行“管家银行制度”，为企业提供隐性长期融资承诺。在企业经营面临困难的非常规时期，管家银行会提供流动性保障、增加或不减少信贷投放、将非抵押类贷款的追索权集中在一起形成“池子”，这使得银企之间呈现出共济关系，在面临经济金融环境的负面冲击时体现充分的韧性。
- 4) 德国金融体系对支持新兴产业和创新企业的效率不高，这一不足可能成为制约未来德国经济发展的桎梏。两德合并之后不久，德国进入了较长时间的经济平庸期，1993-2005 年，德国 GDP 年均增速仅为 1.2%，低于同期英美法意等国家。德国与其他欧美国家经济增速方面的差异，以及美国 IT 产业大爆发带来的示范效应，驱动德国金融持续转型，包括推动资本市场改革、强化股东导向、设立支持创新的“新市场”等。但总体而言，转型效果并不明显，证券化率水平显著较低。

图 3：德国及其他国家证券化率对比



资料来源：World Bank，天风证券研究所

说明：美国及日本为 2019 年数据（2020 年未披露），其他国家均为 2020 年数据。

根据 CB Insights 的数据，德国“独角兽”公司数量远少于美国、中国、英国等国家，因而德国参加第三次工业革命的程度有限，计算机、软件、通信、互联网等新兴产业发展滞后，新创企业或小企业难以成长为大企业。由于中小企业缺乏向上成长的通道，其行为趋于保守，这进一步固化了企业竞争的格局，很多德国本土的学者对此也深感担忧。

综上，我们认为：一战前，德国资本市场为工业化快速发展带来有力支撑；此后随着企业自身造血能力加强、以及管家银行制度的形成，德国企业更加偏好内部融资以及银行间接融资，对资本市场直接融资依赖程度降低。较低的证券化率水平也使得德国对支持新兴产业和创新企业的效率不高。而这与我国银行体系对中小企业支持力度不足、企业自造血能力偏低、亟需引导各类要素资源加速向科技创新领域集聚的需求不符。因此即使金融体系向德国学习，我们对资本市场的长期展望依然乐观。

2. 资本市场改革稳定了恒生的竞争格局，平抑市场波动对业绩的影响

2.1. 刚性支出拉动业绩增长，平抑资本市场波动的影响

恒生电子的增长由业务需求、技术需求、监管需求三大因素驱动，近年监管需求对公司业务的拉动明显。此前市场普遍认为恒生电子等资本市场 IT 公司的营收受行情影响较大。这个认知假设了公司增长主要由业务需求和技术需求驱动，逻辑链为：股市行情偏弱——金融机构营收降低——IT 支出减少，新业务和新技术采购暂缓。然而，这个认知忽视了监管需求对公司业务增长的拉动。

我们发现自 2018 年产生注册制改革预期以来,恒生电子股价与 A 股总成交量相关性变弱,走出显著 alpha。资本市场改革带来的系统改造虽然并非纯增量,却是刚性支出,有利于平抑资本市场波动对业绩的影响,因而即使 2018 年沪深 300 指数下跌 25.31%,公司营业收入依然取得 22.38% 的增长。

图 4: 恒生电子股价自 2018 年以来走出显著 alpha

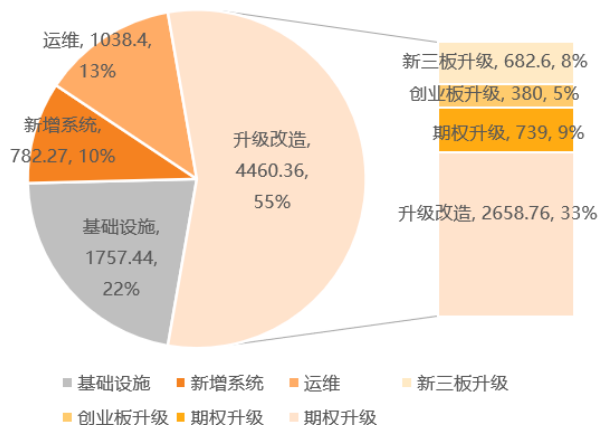


资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 稳固现有竞争格局，利好龙头地位

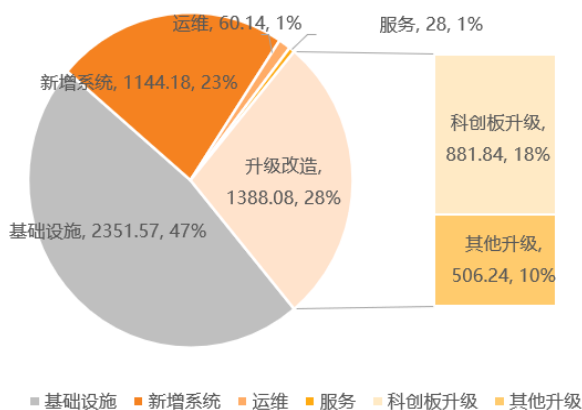
由于资本市场改革是基于现有系统进行升级改造，多为单一来源采购，因而有利于稳固资本市场 IT 现有竞争格局，利好行业龙头公司。我们以某证券公开招投标的中标信息为样本，观察到当资本市场改革事件较为密集时，证券公司将更多地 IT 支出投入到现有系统的升级、改造及运维；在金融机构 IT 支出增幅有限的前提下，新增系统支出占比将相应缩小，新进入者更加难以对市场格局发起挑战。

图 5: 2020 年某证券信息系统投向（单位：万元）



资料来源: 采招网, 天风证券研究所

图 6: 2019 年某证券信息系统投向（单位：万元）



资料来源: 采招网, 天风证券研究所

2.3. 资本市场改革事件回顾及展望

2018 年之后，资本市场改革事件密集推进。今年以来，上交所新债券交易系统改造、公募 REITs 相关系统改造以及公募投顾试点扩容，均带来了相应的业务发展机会；展望下半年，

深交所新债券交易系统也有望进行改造、退市新规相关的技术接口也有望开发。“十四五”期间，全面注册制大概率落地，交易结算、风险管理等一系列制度也有望协同推进；此外，债券、期货及衍生品、股票期权、互联互通市场也有望实现创新发展。

表 5：2018 年以来重要资本市场改革事件回顾及展望

重要资本市场改革事件回顾及展望	
今后展望	· 全面注册制 · T+0 · 交易结算制度优化 · 扩大股票期权试点、推进期货及衍生品创新 · 债券市场创新发展 · 丰富风险管理工具 · 推进沪 X 通、深 X 通 ·
2021 年初至今	· 上交所&深交所新债券交易系统切换 · 首批 9 只公募 REITs 获得批复 · 公募投顾试点扩容 · 退市新规相关改造
2020 年	· 创业板改革并试点注册制 · 推进公募 REITs 试点 · 公募基金侧袋机制 · 将券商信息技术投入金额及营收占比纳入证券公司分类评分项
2019 年	· 启动全面深化新三板改革 · H 股全流通试点 · 沪伦通正式启动 · 扩大股票股指期货试点
2018 年	· 资管新规发布 · 宣布在上交所设立科创板并试点注册制 · CDR 试点 · 批准中行、建行理财子公司设立申请

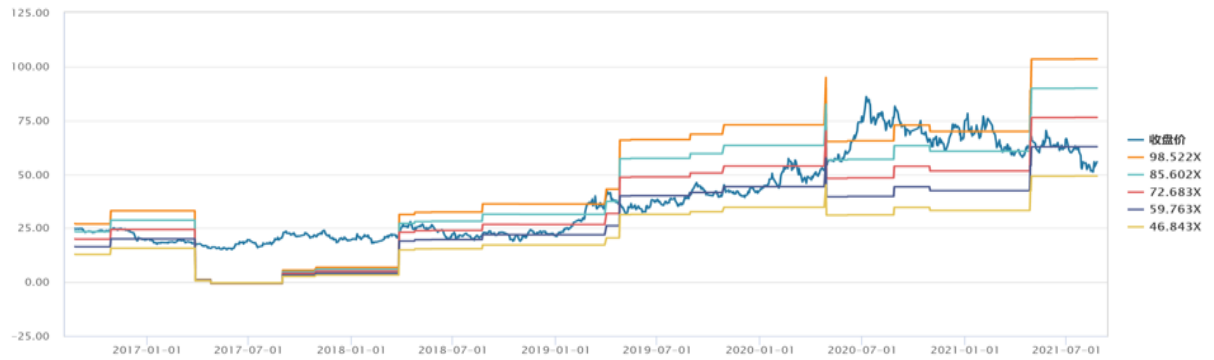
资料来源：中国证券监督管理委员会，中国证券报，采招网，深交所，上交所，新华网，中国政府网，人民网，天风证券研究所

3. 投资建议

我们认为：1) 业务需求方面，金融行业正面临向大资管、大财富转型的机遇期，而恒生电子无论在投资交易系统还是公募投顾领域均具备领先优势；2) 技术需求方面，行业正处于向分布式转型的机遇期，公司 UF 3.0、O45 年内均实现初步落地；3) 监管需求方面，资本市场全面改革正在加速推进，龙头地位有望进一步稳固、市场波动对业绩的影响也有望得到平抑，公司增长确定性加强。同时，随着 JRES 3.0 技术平台的成熟、IPD 的落地实施，公司研发效率及净利率水平也有望进一步提升。

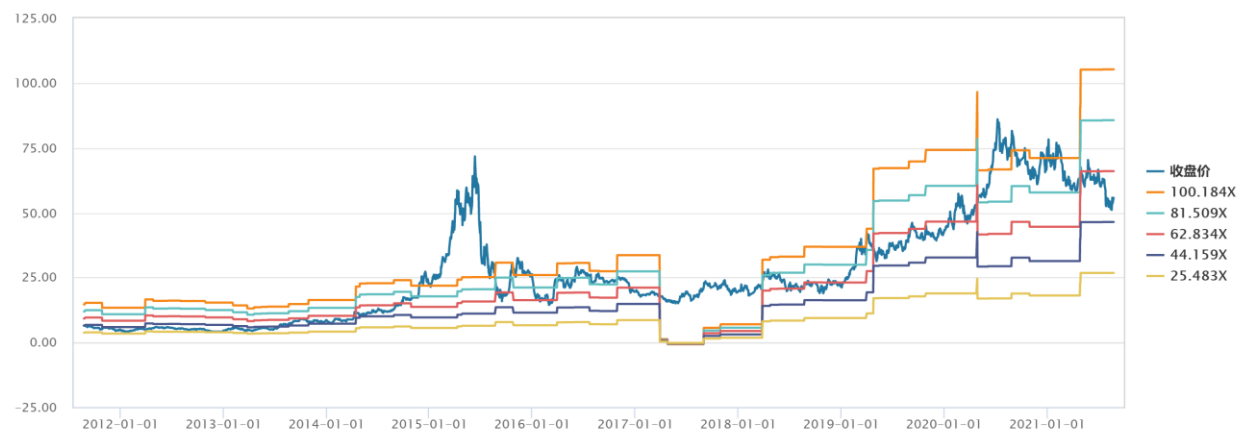
我们预测公司 2021~2023 年营业收入分别为 53.19/67.54/85.02 亿元，净利润分别为 14.11/17.53/21.81 亿元，对应 PE 58.99/47.49/38.18 倍，处于历史较低区间。我们给予公司 2022 年 63~73 倍 PE (参考公司过去 5 年及 10 年 PE 估值中枢)，对应 1,101~1,274 亿市值，目标价区间 75.4~87.2 元，较现价仍有 49.8%~73.4%空间，维持“买入”评级。

图 7：恒生电子过往 5 年 PE-Band



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：恒生电子过往 10 年 PE-Band



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1、**资本市场改革推进不及预期。**虽然“十四五”规划对全面深化资本市场改革相关内容做出指示，但改革的深度、广度可能会随着宏观政策的变化进行相应调整。若资本市场改革推进不及预期，可能会影响公司的预期增速。
- 2、**市场竞争格局变化。**由于资本市场 IT 行业景气度较高，行业内涌现出许多新进入者，若竞争者对金融行业的发展洞察、新产品的研发进度超过恒生电子，可能市场格局会发生变化。
- 3、**宏观政策对发展科技的高定位发生变化。**若相应宏观政策对科技定位发生变化，则资本市场引导要素向科技集聚的功能可能会改变，全面深化资本市场改革的进度可能会放缓。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,328.71	1,374.84	7,229.54	4,441.51	11,764.84	营业收入	3,871.84	4,172.65	5,319.11	6,754.39	8,502.29
应收票据及应收账款	239.74	523.47	176.64	383.89	321.69	营业成本	124.78	955.91	1,298.69	1,638.10	2,058.10
预付账款	10.25	9.01	187.84	9.03	191.23	营业税金及附加	46.93	54.50	68.26	85.59	109.30
存货	25.69	351.69	260.00	386.01	468.44	营业费用	926.61	353.81	420.21	526.84	646.17
其他	2,938.09	2,795.29	3,242.48	2,957.41	2,966.82	管理费用	486.15	539.49	608.53	702.35	842.18
流动资产合计	4,542.48	5,054.29	11,096.50	8,177.85	15,713.02	研发费用	1,560.03	1,496.06	1,808.50	2,364.04	2,975.80
长期股权投资	862.14	738.97	738.97	738.97	738.97	财务费用	2.96	(6.94)	(0.85)	(0.73)	(1.39)
固定资产	490.43	472.51	749.04	919.71	1,013.86	资产减值损失	(14.65)	(239.01)	(40.86)	(98.17)	(126.02)
在建工程	310.33	732.25	475.35	333.21	229.93	公允价值变动收益	134.68	103.09	118.89	110.99	114.94
无形资产	109.51	161.01	149.16	137.30	125.45	投资净收益	475.35	584.21	250.00	250.00	250.00
其他	2,044.62	2,812.10	1,770.62	2,198.36	2,258.82	其他	(1,399.25)	(1,109.49)	(737.77)	(721.98)	(729.87)
非流动资产合计	3,817.02	4,916.85	3,883.15	4,327.56	4,367.02	营业利润	1,528.25	1,441.02	1,525.53	1,897.36	2,363.07
资产总计	8,359.50	9,971.14	14,979.65	12,505.41	20,080.04	营业外收入	2.53	1.85	0.00	0.00	0.00
短期借款	21.00	46.72	46.72	46.72	46.72	营业外支出	3.44	5.16	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	180.14	192.17	1,887.66	578.74	1,820.05	利润总额	1,527.34	1,437.72	1,525.53	1,897.36	2,363.07
其他	2,974.73	4,377.39	5,983.19	3,263.40	7,710.09	所得税	111.93	74.56	76.28	110.77	126.22
流动负债合计	3,175.87	4,616.28	7,917.57	3,888.86	9,576.86	净利润	1,415.41	1,363.15	1,449.25	1,786.59	2,236.85
长期借款	202.19	206.09	206.09	206.09	206.09	少数股东损益	(0.44)	41.42	38.02	33.53	56.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,415.85	1,321.74	1,411.23	1,753.05	2,180.64
其他	88.06	111.01	94.35	97.81	101.05	每股收益(元)	0.97	0.90	0.97	1.20	1.49
非流动负债合计	290.25	317.10	300.44	303.90	307.15						
负债合计	3,466.12	4,933.38	8,218.00	4,192.76	9,884.01	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	414.41	483.73	521.75	555.29	611.50	成长能力					
股本	803.15	1,044.09	1,461.56	1,461.56	1,461.56	营业收入	18.66%	7.77%	27.48%	26.98%	25.88%
资本公积	472.12	545.39	545.39	545.39	545.39	营业利润	117.99%	-5.71%	5.86%	24.37%	24.55%
留存收益	3,666.15	3,634.96	4,778.33	6,295.80	8,122.97	归属于母公司净利润	119.39%	-6.65%	6.77%	24.22%	24.39%
其他	(462.46)	(670.41)	(545.39)	(545.39)	(545.39)	获利能力					
股东权益合计	4,893.38	5,037.76	6,761.64	8,312.65	10,196.03	毛利率	96.78%	77.09%	75.58%	75.75%	75.79%
负债和股东权益总计	8,359.50	9,971.14	14,979.65	12,505.41	20,080.04	净利率	36.57%	31.68%	26.53%	25.95%	25.65%
						ROE	31.61%	29.02%	22.62%	22.60%	22.75%
						ROIC	103.16%	-226.60%	-110.77%	-43.65%	-665.07%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	41.46%	49.48%	54.86%	33.53%	49.22%
净利润	1,415.41	1,363.15	1,411.23	1,753.05	2,180.64	净负债率	-22.59%	-22.27%	-102.89%	-50.31%	-112.82%
折旧摊销	69.77	72.41	52.22	63.33	70.99	流动比率	1.43	1.09	1.40	2.10	1.64
财务费用	6.59	3.23	(0.85)	(0.73)	(1.39)	速动比率	1.42	1.02	1.37	2.00	1.59
投资损失	(475.35)	(584.21)	(250.00)	(250.00)	(250.00)	营运能力					
营运资金变动	773.03	2,982.22	3,832.98	(4,166.22)	5,345.33	应收账款周转率	19.78	10.93	15.20	24.10	24.10
其它	(718.67)	(2,438.91)	156.91	144.52	171.15	存货周转率	186.94	22.11	17.39	20.91	19.90
经营活动现金流	1,070.79	1,397.90	5,202.48	(2,456.04)	7,516.72	总资产周转率	0.53	0.46	0.43	0.49	0.52
资本支出	263.13	341.10	76.67	76.54	46.75	每股指标(元)					
长期投资	(120.18)	(123.16)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.97	0.90	0.97	1.20	1.49
其他	(386.98)	(1,009.24)	280.06	(160.33)	109.71	每股经营现金流	0.73	0.96	3.56	-1.68	5.14
投资活动现金流	(244.04)	(791.31)	356.72	(83.79)	156.47	每股净资产	3.06	3.12	4.27	5.31	6.56
债权融资	223.19	252.81	272.81	259.48	261.70	估值比率					
股权融资	79.66	186.47	543.34	0.73	1.39	市盈率	51.90	55.60	52.07	41.92	33.70
其他	(377.83)	(990.08)	(520.66)	(508.39)	(612.94)	市净率	16.41	16.14	11.78	9.47	7.67
筹资活动现金流	(74.98)	(550.80)	295.49	(248.19)	(349.86)	EV/EBITDA	19.25	31.74	40.05	33.36	23.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.69	32.44	41.42	34.48	24.62
现金净增加额	751.77	55.80	5,854.70	(2,788.03)	7,323.33						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com