

恒生电子 (600570.SH)

单季度收入较大幅增长, 前三季扣非较快增长

核心观点:

公司发布 2019 年三季报, 前三季度营收 23.0 亿元, 同比增加 17%; 归母净利润 8.0 亿元, 同比增加 123%; 扣非归母净利润 3.2 亿元, 同比增加 36%。

第三季度营收 7.7 亿元, 同比增加 28%; 归母净利为 1.3 亿元, 同比增加 108%; 扣非归母净利润 6012 万元, 同比增加 590%;

● 单季度应收增速较快, 或系科创业务收入确认所致

1) 分业务看: Q3 经纪业务收入 1.1 亿元, 同比增加 49%; 资管业务收入 3 亿元, 同比增加 69%; 两项业务较大幅增长或主要受益于科创业务收入确认。2) 销售费用率 31%, 与去年同期持平; 管理费用率 14%, 较去年同期下降 0.6pct; 研发费用率 45%, 较去年同期上升 0.7pct。3) 投资收益 3.9 亿元, 同比增加 160%, 主要系公司本期减持所持部分科蓝软件股份获得的投资收益所致。4) 预收款项同比增长 3.0%; 5) 经营活动现金净流出 670 万元, 较上年同期收窄。

● 金融对外开放有望持续带来 IT 建设新增量

2019 年 10 月 11 日, 中国证监会发言人表示, 将在 2020 年逐步取消证券公司、基金管理公司、期货公司外商持股比例限制。外资券商、基金的设立均需要建设相应的 IT 信息系统, 或将给恒生带来新业务增长量。

● 预计 2019-2021 年业绩分别为 1.42 元/股、1.24 元/股、1.50 元/股

考虑公司今年投资收益较高, 上调 2019 年盈利预测; 同时鉴于投资收益的不稳定性, 可能导致 2020 年表观利润增速下降。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.42 元/股、1.24 元/股及 1.50 元/股。维持此前给予公司 70 倍 PE 的判断, 对应 2019 年合理价值为 99.4 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 资本市场景气度影响下游客户 IT 需求; 未来较长一段时间市场监管整体趋严态势不改, 与交易量/金额挂钩的创新商业模式较难突破; 银行系资管公司审批进度不及预期、对第三方 IT 解决方案厂商依赖度较低; 子公司恒生网络技术处于净资产不足以偿付《行政处罚决定书》所涉罚没款的状态, 或致公司存在不确定的各项风险包括但不限于公司声誉损失、潜在的业务监管风险、潜在的各项准入资格的限制以及短期再融资受阻的风险等。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,666	3,263	3,925	4,675	5,385
增长率(%)	22.9	22.4	20.3	19.1	15.2
EBITDA(百万元)	108	458	224	512	693
净利润(百万元)	471	645	1,144	994	1,202
增长率(%)	2476.2	37.0	77.3	-13.1	21.0
EPS(元/股)	0.76	1.04	1.42	1.24	1.50
市盈率(P/E)	60.83	49.76	52.64	60.60	50.09
市净率(P/B)	9.33	10.09	13.91	11.31	9.23
EV/EBITDA	260.29	69.01	265.72	116.02	85.15

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	74.99 元
合理价值	99.4 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师:	刘雪峰
	SAC 执证号: S0260514030002
	SFC CE No. BNX004
	021-60750605
	gfliuxuefeng@gf.com.cn
分析师:	王奇珏
	SAC 执证号: S0260517080008
	SFC CE No. BNU581
	021-60750604
	wangqijue@gf.com.cn

相关研究:

恒生电子(600570.SH):中报	2019-08-29
扣非业绩稳健, 下半年依旧积极	
恒生电子(600570.SH):中报	2019-07-26
预增, 公允价值变动收益大幅增加	
恒生电子(600570.SH):一季	2019-04-25
报收入平稳增长, 费用管控持续	

表 1: 单季度各项经营数据对比

单位: 百万元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q3 环比	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 环比	19Q3 同比
营业收入	533	828	602	-27%	592	932	773	-17%	28%
营业毛利	503	809	592	-27%	573	919	751	-18%	27%
销售费用	178	250	186	-26%	183	317	219	-31%	18%
管理费用	388	345	118	-66%	114	64	142	122%	20%
研发费用	-	-	313	-	312	361	370	2%	18%
财务费用	0	1	1	-66%	1	2	-1	-186%	-368%
投资收益	42	60	48	-20%	49	50	292	487%	505%
营业利润	57	287	92	-68%	442	293	148	-50%	60%
归母净利润	57	243	60	-75%	398	281	125	-55%	108%
扣非净利润	34	189	9	-95%	36	220	60	-73%	590%
主要比率	18Q1	18Q2	18Q3	+-%	19Q1	19Q2	19Q3	+-%	+-%
毛利率	94%	98%	98%	1%	97%	99%	97%	-2%	-1%
销售费用率	33%	30%	31%	1%	31%	34%	28%	-6%	-3%
管理费用率	73%	42%	20%	-22%	19%	7%	18%	11%	-1%
研发费用率	-	-	52%	-	53%	39%	48%	9%	-4%
营业利润率	11%	35%	15%	-19%	75%	31%	19%	-12%	4%
净利率	11%	29%	10%	-19%	67%	30%	16%	-14%	6%
YoY	18Q1	18Q2	18Q3	+-%	19Q1	19Q2	19Q3	+-%	
收入	20%	30%	6%	-24%	11%	12%	28%	16%	
归母净利润	36%	30%	-2%	-32%	594%	15%	108%	93%	

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 2: 前三季度经营数据对比 (单位: 百万元)

(百万元)	2018 前三季度	2019 前三季度	同比
营业收入	1,963	2,297	17%
营业毛利	1,904	2,243	18%
销售费用	614	718	17%
管理费用	286	319	12%
研发费用	878	1,043	19%
财务费用	2	1	-66%
投资收益	150	391	160%
营业利润	436	882	102%
归母净利润	361	804	123%
扣非净利润	233	317	36%
主要比率	2018 前三季度	2019 前三季度	同比
毛利率	97%	98%	1%
销售费用率	31%	31%	0%
管理费用率	15%	14%	-1%
研发费用率	45%	45%	1%
营业利润率	22%	38%	16%
净利率	18%	35%	17%
YoY	2018 前三季度	2019 前三季度	+-%
收入	19%	17%	-
归母净利润	24%	123%	-

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 3: 2019 前三季度分产品收入及毛利率变化

(百万元)	2019 前三季度	2018 前三季度	同比
经纪业务	327	289	13.2%
资管业务	788	623	26.4%
财富业务	534	467	14.3%
交易所业务	66	62	5.4%
银行业务	156	141	10.2%
互联网业务	367	321	14.3%
非金融业务	59	55	5.5%
合计	2295	1959	17.2%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,990	2,936	3,689	4,377	5,255	经营活动现金流	805	937	390	866	1,053
货币资金	500	567	678	891	1,263	净利润	433	678	1,203	1,045	1,264
应收及预付	220	165	274	399	514	折旧摊销	60	66	20	27	47
存货	45	16	29	33	36	营运资金变动	536	312	20	194	207
其他流动资产	2,225	2,189	2,707	3,054	3,442	其它	-224	-119	-853	-400	-465
非流动资产	2,862	3,280	3,895	4,580	5,300	投资活动现金流	-680	-394	-282	-652	-681
长期股权投资	828	982	1,082	1,182	1,282	资本支出	-96	-146	-332	-342	-353
固定资产	319	293	373	446	499	投资变动	-690	-306	-820	-730	-818
在建工程	47	178	208	248	298	其他	106	58	870	420	490
无形资产	123	116	316	516	716	筹资活动现金流	37	-487	4	0	0
其他长期资产	1,545	1,712	1,917	2,189	2,505	银行借款	0	60	0	0	0
资产总计	5,852	6,216	7,584	8,958	10,555	股权融资	126	104	185	0	0
流动负债	2,484	2,718	2,879	3,209	3,542	其他	-90	-651	-182	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	161	57	112	213	372
应付及预收	1,293	1,427	1,648	1,955	2,245	期初现金余额	342	498	567	678	891
其他流动负债	1,191	1,291	1,232	1,254	1,298	期末现金余额	498	562	678	891	1,263
非流动负债	83	84	84	84	84						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	83	84	84	84	84						
负债合计	2,566	2,802	2,963	3,292	3,626						
股本	618	618	803	803	803						
资本公积	390	403	403	403	403						
留存收益	1,828	1,979	3,123	4,117	5,320						
归属母公司股东权益	3,073	3,182	4,329	5,323	6,525						
少数股东权益	213	233	291	342	404						
负债和股东权益	5,852	6,216	7,584	8,958	10,555						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,666	3,263	3,925	4,675	5,385
营业成本	90	94	97	107	116
营业税金及附加	44	43	52	62	72
销售费用	750	882	1,099	1,216	1,346
管理费用	455	446	667	701	808
研发费用	1,279	1,405	1,806	2,104	2,396
财务费用	-1	2	11	13	14
资产减值损失	14	131	15	18	22
公允价值变动收益	-21	-23	450	280	308
投资净收益	271	257	420	140	182
营业利润	463	701	1,261	1,091	1,322
营业外收支	5	-1	-2	-2	-3
利润总额	468	700	1,259	1,089	1,319
所得税	35	21	57	44	55
净利润	433	678	1,203	1,045	1,264
少数股东损益	-38	33	58	51	61
归属母公司净利润	471	645	1,144	994	1,202
EBITDA	108	458	224	512	693
EPS (元)	0.76	1.04	1.42	1.24	1.50

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	22.9%	22.4%	20.3%	19.1%	15.2%
营业利润增长	231.2%	51.3%	79.9%	-13.5%	21.2%
归母净利润增长	2476.2%	37.0%	77.3%	-13.1%	21.0%
获利能力					
毛利率	96.6%	97.1%	97.5%	97.7%	97.8%
净利率	16.3%	20.8%	30.6%	22.3%	23.5%
ROE	15.3%	20.3%	26.4%	18.7%	18.4%
ROIC	2.8%	25.9%	10.5%	22.0%	26.5%
偿债能力					
资产负债率	43.9%	45.1%	39.1%	36.8%	34.4%
净负债比率	0.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	1.20	1.08	1.28	1.36	1.48
速动比率	1.18	1.07	1.27	1.35	1.47
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.54	0.57	0.57	0.55
应收账款周转率	11.30	18.04	15.05	12.17	10.74
存货周转率	1.86	3.11	3.32	3.25	3.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.76	1.04	1.42	1.24	1.50
每股经营现金流	1.30	1.52	0.49	1.08	1.31
每股净资产	4.97	5.15	5.39	6.63	8.12
估值比率					
P/E	60.83	49.76	52.64	60.60	50.09
P/B	9.33	10.09	13.91	11.31	9.23
EV/EBITDA	260.29	69.01	265.72	116.02	85.15

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。