

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

恒生电子(600570)

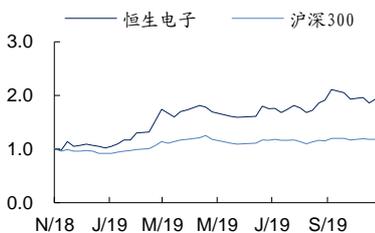
买入

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月28日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	803/803
总市值/流通(百万元)	60,228/60,228
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12个月最高/最低(元)	85.30/33.09

相关研究报告:

《恒生电子-600570-监管科技接棒需求,金融科技云生态公司正在成型》——2018-08-23  
 《恒生电子-600570-2018年半年报点评:监管科技推动业绩超预期增长》——2018-08-23  
 《恒生电子-600570-2017年年报点评:加强研发,创新业务值得期待》——2018-03-29  
 《恒生电子-600570-2017年三季度报点评:毛利率持续提升,加大研发未来值得期待》——2017-10-31  
 《恒生电子-600570-重大事件快评:推出技术开发者社区,为智能金融提供基础平台》——2017-09-25

证券分析师:熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师:于威业

电话: 0755-81982908  
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评

三季度业绩高速增长,多因素推动行业持续景气

● 2019Q3 单季业绩高速增长,多因素推动行业高景气

2019 前三季度实现营收 22.97 亿元 (+17.02%), 归母净利润 8.04 亿元 (+122.86%), 扣非归母净利润 3.17 亿元 (+36.12%)。Q3 单季实现营收 7.73 亿元 (+28.41%), 归母净利润 1.25 亿元 (+107.94%), 扣非归母净利润 6012.49 万元 (+590.50%)。伴随着一方面资本市场行情向好,另一方面监管环境变化如推出反洗钱法案、资管新规等带来新的合规风控发展机遇,以及科创板落地带动 IT 投入的增加,公司三季度业绩快速增长。其中,资管业务增速达到 26.38%, 受益于科创板业务逐步结算。另外今年前三季度非经常损益大幅提升达到 4.87 亿元,主要原因是公司本期减持所持部分科蓝软件股份获得投资收益和公司本期交易金融资产公允价值增加。

● 毛利率、费用率保持稳定,销售回款增加、经营性现金流改善

公司销售费用率 31.28% (-0.01pp), 管理费用率 59.31% (+0.02pp), 财务费用率 0.04% (-0.08pp)。费用率合计 90.63%, 同比下降 0.07pp。2019 年前三季度毛利率 97.66%, 同比上升 0.66pp, 保持稳定。2019 年前三季度经营性现金流量净额-6698.39 亿元 (+35.14%)。2019 年前三季度应收账款周转 21 天, 同比压缩 10 天; 存货周转 94 天, 同比压缩 68 天。

● 区块链技术受到最高级别认可,公司深度布局多元化场景

在 10 月 24 日中央政治局集体学习会上,习近平主席强调要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口。公司是金融区块链联盟成员之一,牵头运营的 FTCU 链已经实现了电子合同签署、电子邮件存证等基础性应用;面向香港场外业务开发的香港青链,将场外业务从繁琐的手工过程中解放出来;基于区块链技术不可篡改等特性开发辅助供应链融资、不良资产等应用场景。

● 风险提示:

金融机构 IT 投资不及预期的风险; 新兴技术应用落地不及预期的风险。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.82/11.23/13.51 亿元, 利润年增速分别为 68%/4%/20%, 摊薄 EPS=1.35/1.40 /1.68 元, 对应 PE 分别为 55.6/53.6/44.6x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,666	3,263	3,936	4,730	5,678
(+/-%)	22.9%	22.4%	20.6%	20.2%	20.0%
净利润(百万元)	471	645	1082	1123	1351
(+/-%)	2476.2%	37.0%	67.7%	3.8%	20.3%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.04	1.35	1.40	1.68
EBIT Margin	1.8%	55.1%	13.4%	13.7%	14.0%
净资产收益率(ROE)	15.3%	20.3%	27.4%	23.6%	23.6%
市盈率(PE)	98.3	71.8	55.6	53.6	44.6
EV/EBITDA	460.4	26.4	114.5	95.1	80.1
市净率(PB)	15.1	14.56	15.22	12.65	10.51

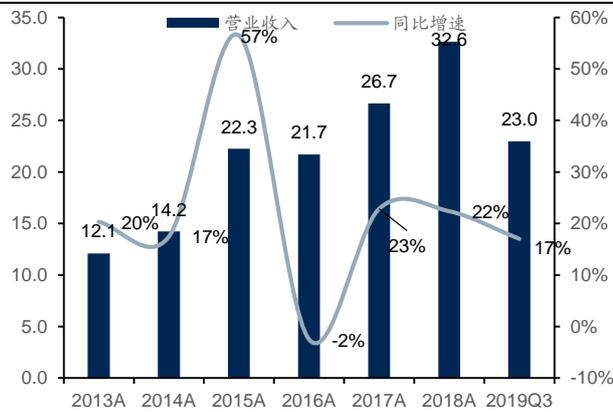
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司财务分析

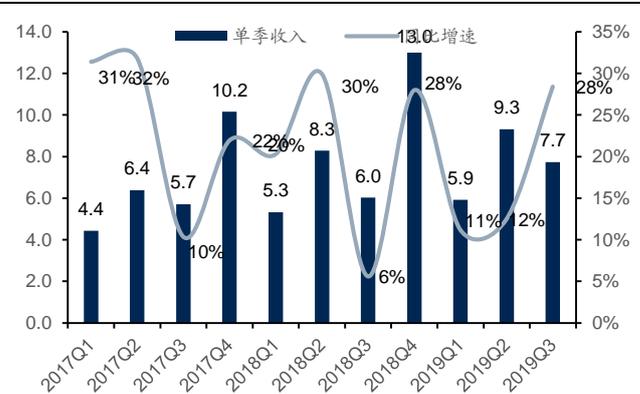
**2019Q3 单季业绩高速增长，多因素推动行业高景气。**2019 前三季度实现营收 22.97 亿元 (+17.02%)，归母净利润 8.04 亿元 (+122.86%)，扣非归母净利润 3.17 亿元 (+36.12%)。Q3 单季实现营收 7.73 亿元 (+28.41%)，归母净利润 1.25 亿元 (+107.94%)，扣非归母净利润 6012.49 万元 (+590.50%)。伴随着一方面资本市场行情向好，另一方面监管环境变化如推出反洗钱法案、资管新规等带来新的合规风控发展机遇，以及科创板落地带动 IT 投入的增加，公司三季度业绩快速增长。占比营收 74.68% 的资本市场业务同比增长 18.9%，其中资管业务增速达到 26.38%，受益于科创板业务逐步结算。另外今年前三季度非经常损益大幅提升达到 4.87 亿元，主要原因是投资收益与公允价值变动收益相比去年同期有显著增加，分别是由于公司本期减持所持部分科蓝软件股份获得投资收益和公司本期交易金融资产公允价值增加。

图 1：恒生电子营业收入及增速（单位：亿元、%）



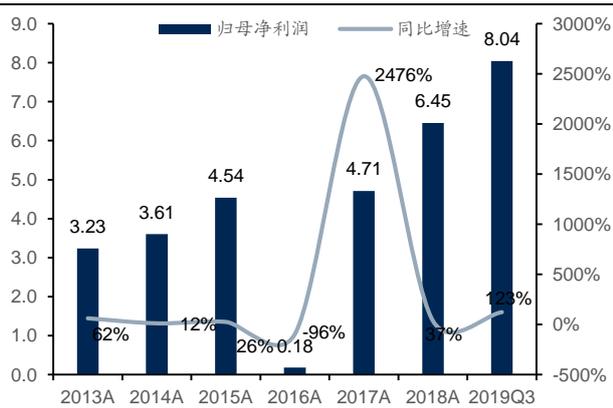
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒生电子单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



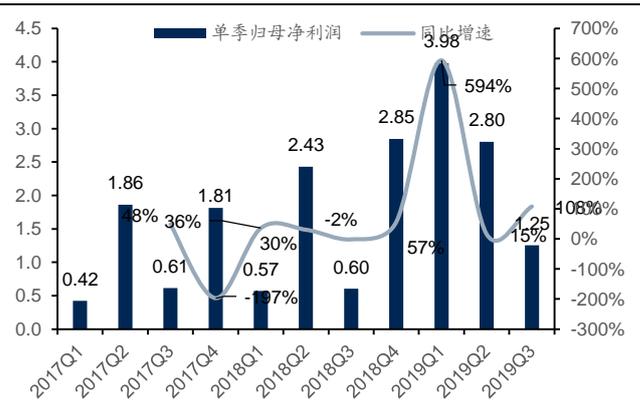
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：恒生电子归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

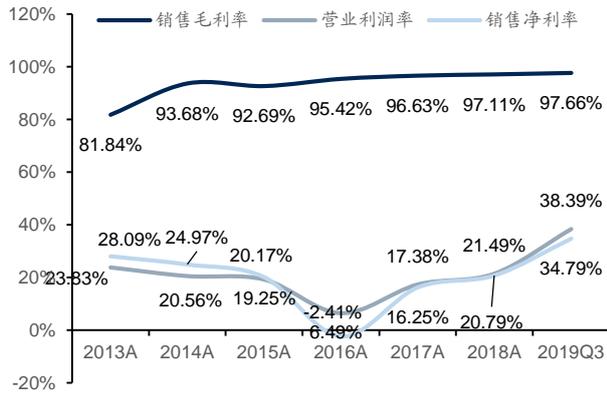
图 4：恒生电子单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率、费用率保持稳定。**公司销售费用率 31.28% (-0.01pp)，管理费用率 59.31% (+0.02pp)，财务费用率 0.04% (-0.08pp)。费用率合计 90.63%，同比下降 0.07pp。公司费用情况保持稳定。2019 年前三季度毛利率 97.66%，同比上升 0.66pp，保持稳定。

图 5: 恒生电子毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

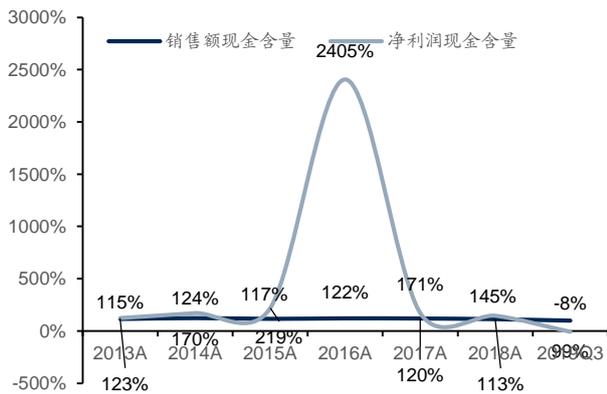
图 6: 恒生电子三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**销售回款增加, 经营性现金流显著改善。**2019 前三季度销售收到的现金 22.63 亿元 (+14.18%), 相对销售额的销售现金含量 98.52%; 经营性现金流量净额 -6698.39 亿元 (+35.14%)。2019 年前三季度应收账款周转 21 天, 同比压缩 10 天; 存货周转 94 天, 同比压缩 68 天。报告期内, 公司销售回款同比增加, 经营性现金流也得到显著改善。

图 7: 恒生电子经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 恒生电子主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**区块链技术受到最高级别认可, 成为核心技术自主创新重要突破口。**在 2019 年 10 月 24 日中共中央政治局就区块链技术发展现状和趋势的集体学习会上, 中共中央总书记习近平在主持学习时强调, 区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用, 要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口。区块链技术再次受到权威认可, 与产业应用相结合成为重点。

**公司深度布局区块链, 发展前景广阔。**恒生电子是金链盟(金融区块链联盟)成员之一。公司牵头运营的 FTCU 链已经实现了电子合同签署、电子邮件存证等基础性应用; 面向香港场外业务开发的香港青链, 将原来场外业务从繁琐的手工过程中解放出来, 促进了效率提升; 基于区块链技术不可篡改等特性开发辅助供应链融资、不良资产等应用场景。

**投资建议: 维持“买入”评级。**预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.82/11.23/13.51 亿元, 利润年增速分别为 68%/4%/20%, 摊薄 EPS=1.35/1.40/1.68 元, 对应 PE 分别为 55.6/53.6/44.6x, 维持“买入”评级。

**表 1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 191027	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600570	恒生电子	74.99	602.28	1.0	1.4	1.4	1.7	72.1	55.5	53.6	44.6	20.6	1.31	买入
600446	金证股份	20.31	174.76	-0.1	0.2	0.3	0.3	-149.	101.6	81.2	65.5	-6.6	1.49	买入
600588	用友网络	30.60	760.76	0.3	0.5	0.7	1.0	95.6	61.2	41.9	30.6	9.9	2.35	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	567	4423	5875	7649	营业收入	3263	3936	4730	5678
应收款项	179	215	259	311	营业成本	94	105	118	133
存货净额	16	11	11	13	营业税金及附加	43	4	5	6
其他流动资产	2000	2412	2899	3480	销售费用	882	1063	1273	1522
<b>流动资产合计</b>	<b>2936</b>	<b>7237</b>	<b>9221</b>	<b>11629</b>	管理费用	446	2237	2688	3225
固定资产	470	348	259	169	财务费用	2	(71)	(150)	(198)
无形资产及其他	116	112	108	105	投资收益	257	308	370	444
投资性房地产	1712	1712	1712	1712	资产减值及公允价值变动	(154)	(154)	(154)	(154)
长期股权投资	982	1136	1291	1445	其他收入	(1196)	513	300	300
<b>资产总计</b>	<b>6216</b>	<b>10545</b>	<b>12591</b>	<b>15059</b>	营业利润	701	1264	1312	1580
短期借款及交易性金融负债	60	100	100	100	营业外净收支	(1)	5	5	5
应付款项	135	94	98	113	<b>利润总额</b>	<b>700</b>	<b>1269</b>	<b>1317</b>	<b>1585</b>
其他流动负债	2523	6034	7226	8658	所得税费用	21	127	132	158
<b>流动负债合计</b>	<b>2718</b>	<b>6228</b>	<b>7424</b>	<b>8871</b>	少数股东损益	33	60	62	75
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>645</b>	<b>1082</b>	<b>1123</b>	<b>1351</b>
其他长期负债	84	85	86	87					
<b>长期负债合计</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2802</b>	<b>6313</b>	<b>7511</b>	<b>8958</b>	净利润	645	1082	1123	1351
少数股东权益	233	276	320	374	资产减值准备	117	8	(37)	(41)
股东权益	3182	3956	4760	5727	折旧摊销	63	55	66	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6216</b>	<b>10545</b>	<b>12591</b>	<b>15059</b>	公允价值变动损失	154	154	154	154
					财务费用	2	(71)	(150)	(198)
					营运资本变动	382	3035	630	773
					其它	(94)	35	81	94
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	<b>1269</b>	<b>4369</b>	<b>2017</b>	<b>2404</b>
每股收益	1.04	1.35	1.40	1.68	资本开支	(120)	(91)	(91)	(91)
每股红利	0.30	0.38	0.40	0.48	其它投资现金流	(136)	0	0	0
每股净资产	5.15	4.93	5.93	7.13	<b>投资活动现金流</b>	<b>(410)</b>	<b>(245)</b>	<b>(245)</b>	<b>(245)</b>
ROIC	74%	78%	-39%	-31%	权益性融资	104	0	0	0
ROE	20%	27%	24%	24%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	97%	97%	98%	98%	支付股利、利息	(184)	(308)	(319)	(384)
EBIT Margin	55%	13%	14%	14%	其它融资现金流	(529)	40	0	0
EBITDA Margin	57%	15%	15%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(792)</b>	<b>(268)</b>	<b>(319)</b>	<b>(384)</b>
收入增长	22%	21%	20%	20%	<b>现金净变动</b>	67	3856	1453	1774
净利润增长率	37%	68%	4%	20%	货币资金的期初余额	500	567	4423	5875
资产负债率	49%	62%	62%	62%	货币资金的期末余额	567	4423	5875	7649
息率	0.4%	0.7%	0.7%	0.8%	企业自由现金流	2068	3472	1186	1466
P/E	71.8	55.6	53.6	44.6	权益自由现金流	1539	3576	1321	1645
P/B	14.6	15.2	12.7	10.5					
EV/EBITDA	26.4	114.5	95.1	80.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032