

强烈推荐-A (维持)

恒生电子 600570.SH

当前股价: 71.09 元  
2019年07月26日

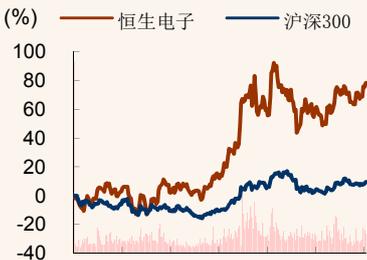
二季度扣非加速, 未来更值得期待

基础数据

上证综指	2937
总股本(万股)	80315
已上市流通股(万股)	80315
总市值(亿元)	571
流通市值(亿元)	571
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	27.4
资产负债率	40.1%
主要股东	杭州恒生电子集团有
主要股东持股比例	20.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	55	72
相对表现	1	35	65



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒生电子(600570)——聚光灯下的成长明星》2019-05-28
- 2、《恒生电子(600570)——业绩弹性强, 扣非增长潜力大》2019-04-04
- 3、《恒生电子(600570)——研发为基, 传统及创新业务持续高歌》2019-03-31

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn  
S1090518120002

公司 2019 年上半年扣非业绩增长符合预期, 其中二季度开始加速, 我们预计主要还是原有业务的增长以及良好费用管控的延续。科创板新业务的确认预判将会从三季度开始产生明显拉动。公司目前产品架构的调整和布局在创新背景下弹性充足, 继续强烈推荐。

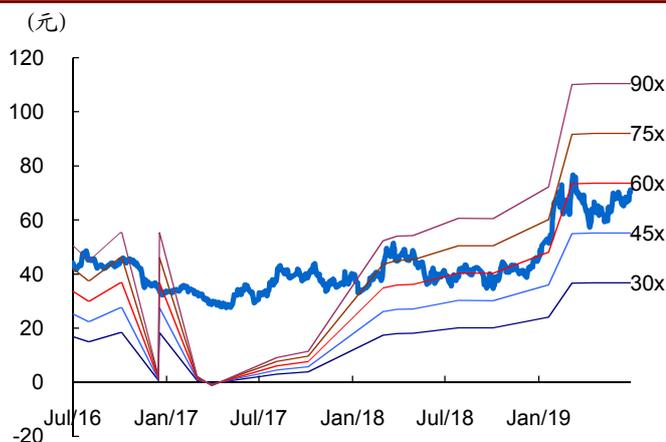
- **事件:** 公司发布 2019 年上半年业绩预增公告, 预计 19H1 归母净利润 6.72-6.82 亿元, 同比增长 124%-127%, 主要系持有的金融资产产生的公允价值变动收益大幅增加所致; 预计扣非净利润 2.55-2.6 亿元, 同比增长 14%-16%, 符合市场预期。
- **二季度业绩加速, 科创板业务即将带来拉动。** 在市场对公司上半年预期较为稳健的背景下, 恒生第二季度单季度扣非净利润的增长相比第一季度加速。科创板新系统建设交付尚未进入主要的收入确认阶段, 我们预计二季度的加速主要系公司原有业务的增长以及良好费用管控的延续。随着科创板开板, 我们估计三季度开始将进入科创板新业务的确认高峰期, 这将会对公司业绩带来突出明显的拉动。同时, 市场交易回暖和监管新政的落地也将对恒生带来额外增量。
- **科创影响易被低估, 产品架构体系重塑加强长期弹性。** 市场上不少人仍把科创板推出对恒生的影响解读为一批新模块需求的增量, 但科创的意义绝不局限于此, 就目前发展态势我们预判至少将是一个大板块的持续需求, 这个承担扶持科技新兴产业的金融改革创新后续的顺利运行有可能只是新一轮金融开放创新的一个起点, 这将给恒生的创新能力以更多的用武之地。而且, 公司近两年进行的中台架构体系调整, 以及基于中台架构的产品体系升级变化是为提升未来增值服务的重要产品重塑, 后续随金融开放创新的弹性有望超预期。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 预计 19-21 年净利润为 9.0/12.14/15.52 亿元, 公司在资本市场改革的大机遇中处于核心受益地位, 科创板等新业务正逐步加速催化公司业绩, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** (1) 监管政策带来的不确定性 (2) 创新业务推进低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2666	3263	4327	5464	6824
同比增长	23%	22%	33%	26%	25%
营业利润(百万元)	463	701	1075	1449	1853
同比增长	229%	51%	53%	35%	28%
净利润(百万元)	471	645	900	1214	1552
同比增长	2476%	37%	39%	35%	28%
每股收益(元)	0.76	1.04	1.12	1.51	1.93
PE	93.2	68.1	63.4	47.0	36.8
PB	14.3	13.8	14.1	11.4	9.2

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 恒生电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒生电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

**参考报告:**

- 《恒生电子: 产品优势壁垒显著, 以金融云服务构建生态圈》, 2015/04
- 《恒生电子深度报告: 科技金融王者》, 2016/06
- 《恒生电子: 利空出尽, 静待东风》, 2017/03
- 《恒生电子: 冬令进补, 春华秋实》, 2017/04
- 《恒生电子: 攻守并重, 科技为王》, 2017/08
- 《恒生电子: 再现逆势增长, 关注龙头长线价值》, 2017/10
- 《恒生电子: 触底反弹, Fintech 王者归来》 2018/03
- 《恒生电子深度报告: 被低估的金融 IT 龙头》, 2018/04
- 《恒生电子: 季报开门红, 全年高景气可期》 2018/04
- 《恒生电子: 资管新规正式落地, 第一缕阳光已至》 2018/04
- 《恒生电子: 以金融科技三个浪潮看恒生的产品创新》, 2018/05
- 《恒生电子: 中报略超预期, 云业务持续发力》 2018/08
- 《恒生电子: 业绩稳健, 创新业务持续高歌》 2018/10
- 《恒生电子: 业绩大超预期, 政策改善下弹性充足》 2019/01
- 《恒生电子: 研发为基, 传统及创新业务持续高歌》 2019/03
- 《恒生电子: 业绩弹性强, 扣非增长潜力大》 2019/04
- 《恒生电子深度报告: 聚光灯下的成长明星》 2019/05

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2990	2936	4677	5947	7417
现金	500	567	3301	4261	5362
交易性投资	40	176	176	176	176
应收票据	1	0	130	164	205
应收款项	209	152	197	249	311
其它应收款	39	27	36	45	56
存货	45	16	16	18	19
其他	2157	2000	822	1035	1288
<b>非流动资产</b>	2862	3280	3366	3487	3650
长期股权投资	828	982	982	982	982
固定资产	319	293	165	59	(28)
无形资产	123	116	104	94	84
其他	1592	1889	2115	2352	2611
<b>资产总计</b>	<b>5852</b>	<b>6216</b>	<b>8042</b>	<b>9434</b>	<b>11067</b>
<b>流动负债</b>	2484	2718	3552	3834	4068
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	43	135	217	242	263
预收账款	1249	1292	2072	2318	2521
其他	1191	1291	1264	1275	1283
<b>长期负债</b>	83	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他	83	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	<b>2566</b>	<b>2802</b>	<b>3636</b>	<b>3918</b>	<b>4152</b>
股本	618	618	803	803	803
资本公积金	627	585	585	585	585
留存收益	1828	1979	2663	3607	4795
少数股东权益	213	233	356	521	733
归属于母公司所有者权益	3073	3182	4051	4995	6182
<b>负债及权益合计</b>	<b>5852</b>	<b>6216</b>	<b>8042</b>	<b>9434</b>	<b>11067</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	805	937	2910	1258	1499
净利润	471	645	900	1214	1552
折旧摊销	60	66	63	40	20
财务费用	(1)	4	(27)	(57)	(72)
投资收益	(271)	(257)	(37)	(77)	(77)
营运资金变动	528	482	1834	(91)	(211)
其它	16	(3)	177	229	287
<b>投资活动现金流</b>	(680)	(394)	(112)	(84)	(106)
资本支出	(98)	(147)	(149)	(161)	(183)
其他投资	(583)	(247)	37	77	77
<b>筹资活动现金流</b>	37	(487)	(64)	(213)	(292)
借款变动	(39)	(140)	(60)	0	0
普通股增加	0	0	185	0	0
资本公积增加	263	(43)	0	0	0
股利分配	(185)	(309)	(216)	(270)	(364)
其他	(2)	5	27	57	72
<b>现金净增加额</b>	<b>161</b>	<b>57</b>	<b>2734</b>	<b>960</b>	<b>1101</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2666	3263	4327	5464	6824
营业成本	90	94	151	169	184
营业税金及附加	44	43	58	73	91
营业费用	750	882	1211	1503	1877
管理费用	1734	446	1895	2404	2968
财务费用	(1)	2	(27)	(57)	(72)
资产减值损失	14	131	0	0	0
公允价值变动收益	(21)	(23)	(23)	(23)	(23)
投资收益	271	257	60	100	100
<b>营业利润</b>	463	701	1075	1449	1853
营业外收入	9	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	468	700	1073	1447	1851
所得税	35	21	51	67	88
<b>净利润</b>	433	678	1023	1380	1764
少数股东损益	(38)	33	123	166	212
<b>归属于母公司净利润</b>	471	645	900	1214	1552
<b>EPS (元)</b>	0.76	1.04	1.12	1.51	1.93

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	23%	22%	33%	26%	25%
营业利润	229%	51%	53%	35%	28%
净利润	2476%	37%	39%	35%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	96.6%	97.1%	96.5%	96.9%	97.3%
净利率	17.7%	19.8%	20.8%	22.2%	22.7%
ROE	15.3%	20.3%	22.2%	24.3%	25.1%
ROIC	11.6%	19.3%	22.6%	24.0%	24.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.9%	45.1%	45.2%	41.5%	37.5%
净负债比率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.9	3.1	9.6	10.1	10.0
应收帐款周转率	11.3	18.1	24.8	24.5	24.4
应付帐款周转率	1.9	1.1	0.9	0.7	0.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.76	1.04	1.12	1.51	1.93
每股经营现金	1.30	1.52	3.62	1.57	1.87
每股净资产	4.97	5.15	5.04	6.22	7.70
每股股利	0.50	0.35	0.34	0.45	0.58
<b>估值比率</b>					
PE	93.2	68.1	63.4	47.0	36.8
PB	14.3	13.8	14.1	11.4	9.2
EV/EBITDA	133.5	90.5	61.6	47.8	38.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘泽晶：**2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

**刘玉萍：**招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

**范旻蕊：**招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

**周翔宇：**招商证券计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。