# 三季度符合预期，中台战略持续推进

## ——恒生电子(600570)

**投资评级：增持(维持评级)**

当前价格(元)： 74.99
合理价格区间(元)： 80～82

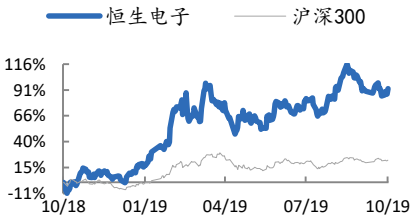
**证券分析师**

**雷涛**
资格编号：S0120518060001
电话：021-68761616-6307
邮箱：leitao@tebon.com.cn

**联系人**

**库宏垚**
电话：021-68761616
邮箱：kuhy@tebon.com.cn

**市场表现**




| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|---|---|---|---|
| 绝对涨幅（%） | -1.8 | 4.0 | 5.5 |
| 相对涨幅（%） | -2.4 | 2.0 | 4.3 |

资料来源：德邦研究所

**相关研究**

《恒生电子-600570.SH：具备定价权的金融 IT 龙头，成长路径清晰》2019.08.06

《恒生电子-600570.SH：中报符合预期，海外布局值得期待》2019.09.02

**股票数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(百万) | 803.15 |
| 流通 A 股(百万) | 803.15 |
| 52 周内股价区间(元) | 100.08-45.18 |
| 总市值(百万) | 60,227.97 |
| 总资产(百万) | 6,721.21 |
| 每股净资产(元) | 4.74 |

资料来源：公司公告

**投资要点：**

- **事件：**公司发布 2019 年三季度报告， 实现营收 22.97 亿元，同比增长 17.02%。归母净利润为 8.04 亿元，同比增长 122.86%。扣非净利润为 3.17 亿元，同比增长 36.12%。整体业绩符合市场预期。

**资管业务增速明显，带动恒生 Q3 高增速。**受益于资管新规，以及银行子公司的持续落地，公司在资管业务带动下，2019 年三季度营收再次加速，Q3 单季度营收达到 7.73 亿元，同比增长 28.42%。分行业来看，前三季度资本市场业务增速达到 18.9%，其中资管业务增速达到 26.38%；银行业务增速为 10.23%；互联网业务增速为 14.33%。公司费用率保持平稳，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别增长了 16.9%、11.5%、18.8%。2019 年金融新政不断，金融 IT 呈现高景气状态，除了资管新规，我们认为科创板在下半年逐步确认收入，对全年业绩均有明显贡献。

**中台战略持续推进，产品化能力再次升级。**在恒生 2019 年人工智能产品发布会上，公司发布了恒生数据中台，以及 4 款基于数据中台的人工智能产品：智眸科创通、智能算法交易、智能舆情预警和超级智能客服。该中台集成了阿里云新一代自动化数据资产构建与管理平台，为金融机构提供一体化的平台建设、数据治理和大数据 AI 应用。对于金融行业的 IT 需求，后端必须是稳定的，前端则是相对丰富和个性化的，中台的搭建实际上是响应客户瞬息万变和差异化的需求。公司积极推进中台战略，再次提升整体服务能力。

**携手 IHS Markit，拓展债券一级市场。**恒生与 IHS Markit 全资子公司 MarkitSERV 共同投资注册设立恒迈科技，注册资本为人民币 7000 万元，其中恒生占合资公司股份比例为 67%。目前中国已经成为全球规模第二大债券发行国，债券市场对外开放的步伐不断加速，截至 2019 年 8 月，参与中国债券市场的境外投资者数量已超过 2000 家。本次合资公司将聚焦中国大陆固定收益市场，致力于形成中国债券市场簿记发行解决方案。这也是恒生成立的第一家中外合资公司，有助于探索公司业务的国际化发展道路。债券簿记发行过程中存在多种信息不对称的痛点，恒生有望打造自动化债券承销发行平台，开启新业务。

**盈利预测和投资评级：**基于公司前三季度非经常收益较多，以及中台战略持续推进的假设，我们维持盈利预测为 1.16、1.42、1.74 元，对应 PE 为 64.6、52.8、43.1 倍。考虑到恒生是金融 IT 龙头，具备市场最强定价权的因素，我们认为公司合理估值水平为 2020 年对应 56-58 倍，对应股价区间为 80-82 元，维持“增持”评级。

**风险提升：**金融新政推进缓慢；金融机构 IT 投入不及预期；中台战略放缓。

**主要财务数据及预测**

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 2666 | 3263 | 3922 | 4862 | 6084 |
| （+/-）YoY（%） | 22.9 | 22.4 | 20.2 | 24.0 | 25.1 |
| 净利润（百万元） | 471 | 645 | 934 | 1137 | 1397 |
| （+/-）YoY（%） | 2476.2 | 37.0 | 44.7 | 21.7 | 22.8 |
| 全面摊薄 EPS（元） | 0.59 | 0.80 | 1.16 | 1.42 | 1.74 |
| 毛利率（%） | 96.6 | 97.1 | 97.1 | 97.3 | 97.6 |
| 净资产收益率（%） | 15.3 | 20.3 | 23.8 | 23.4 | 23.1 |

资料来源：公司年报（2017-2018），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

# 财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.80 | 1.16 | 1.42 | 1.74 |
| 每股净资产 | 3.96 | 4.88 | 6.05 | 7.51 |
| 每股经营现金流 | 1.17 | 1.01 | 1.59 | 2.13 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.25 | 0.25 | 0.27 |
| **价值评估（倍）** | | | | |
| P/E | 64.69 | 64.48 | 52.97 | 43.12 |
| P/B | 13.12 | 15.36 | 12.40 | 9.98 |
| P/S | 14.20 | 15.36 | 12.39 | 9.90 |
| EV/EBITDA | 69.01 | 92.82 | 63.34 | 45.90 |
| 股息率% | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| **盈利能力指标（%）** | | | | |
| 毛利率 | 97.1 | 97.1 | 97.3 | 97.6 |
| 净利润率 | 19.8 | 23.8 | 23.4 | 23.0 |
| 净资产收益率 | 20.3 | 23.8 | 23.4 | 23.1 |
| 资产回报率 | 10.4 | 13.1 | 13.5 | 13.9 |
| 投资回报率 | 25.9 | 36.5 | 68.6 | 157.5 |
| **盈利增长（%）** | | | | |
| 营业收入增长率 | 22.4 | 20.2 | 24.0 | 25.1 |
| EBIT 增长率 | 716.1 | 45.7 | 47.6 | 36.2 |
| 净利润增长率 | 37.0 | 44.7 | 21.7 | 22.8 |
| **偿债能力指标** | | | | |
| 资产负债率% | 45.1 | 42.0 | 39.7 | 38.0 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.8 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.8 |
| 现金比率 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 |
| **经营效率指标** | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 20.2 | 22.0 | 21.0 | 20.0 |
| 存货周转天数 | 117.2 | 120.0 | 110.0 | 95.0 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 10.7 | 14.0 | 18.7 | 24.8 |

| 现金流量表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 645 | 934 | 1137 | 1397 |
| 少数股东损益 | 33 | -18 | -11 | 14 |
| 非现金支出 | 197 | 62 | 74 | 78 |
| 非经营收益 | -251 | -251 | -201 | -201 |
| 营运资金变动 | 312 | 86 | 277 | 420 |
| **经营活动现金流** | **937** | **812** | **1276** | **1708** |
| 资产 | -146 | -56 | -54 | -58 |
| 投资 | -306 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 58 | 250 | 200 | 200 |
| **投资活动现金流** | **-394** | **194** | **146** | **142** |
| 债权募资 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 104 | 185 | 0 | 0 |
| 其他 | -651 | -379 | -200 | -220 |
| **融资活动现金流** | **-487** | **-194** | **-200** | **-220** |
| **现金净流量** | **57** | **812** | **1222** | **1630** |

| 利润表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **3263** | **3922** | **4862** | **6084** |
| 营业成本 | 94 | 115 | 129 | 147 |
| 毛利率% | 97.1 | 97.1 | 97.3 | 97.6 |
| 营业税金及附加 | 43 | 51 | 58 | 73 |
| 营业税金率% | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 营业费用 | 882 | 1020 | 1215 | 1491 |
| 营业费用率% | 27.0 | 26.0 | 25.0 | 24.5 |
| 管理费用 | 446 | 518 | 622 | 761 |
| 管理费用率% | 13.7 | 13.2 | 12.8 | 12.5 |
| 研发费用 | 1405 | 1647 | 1993 | 2464 |
| 研发费用率% | 43.0 | 42.0 | 41.0 | 40.5 |
| EBIT | 392 | 572 | 843 | 1149 |
| 财务费用 | 2 | 3 | 8 | 12 |
| 财务费用率% | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 资产减值损失 | 131 | -1 | 7 | 5 |
| 投资收益 | 257 | 250 | 200 | 200 |
| **营业利润** | **701** | **1040** | **1278** | **1602** |
| 营业外收支 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| **利润总额** | **700** | **1041** | **1279** | **1603** |
| EBITDA | 458 | 635 | 911 | 1221 |
| 所得税 | 21 | 125 | 154 | 192 |
| 有效所得税率% | 3.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 少数股东损益 | 33 | -18 | -11 | 14 |
| **归属母公司所有者净利润** | **645** | **934** | **1137** | **1397** |

| 资产负债表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 567 | 1379 | 2601 | 4231 |
| 应收款项 | 152 | 236 | 280 | 333 |
| 存货 | 16 | 38 | 39 | 38 |
| 其它流动资产 | 2202 | 2208 | 2216 | 2228 |
| 流动资产合计 | 2936 | 3861 | 5136 | 6831 |
| 长期股权投资 | 982 | 982 | 982 | 982 |
| 固定资产 | 293 | 269 | 252 | 240 |
| 在建工程 | 178 | 198 | 208 | 213 |
| 无形资产 | 116 | 113 | 108 | 102 |
| 非流动资产合计 | 3280 | 3274 | 3262 | 3248 |
| **资产总计** | **6216** | **7135** | **8397** | **10079** |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 135 | 94 | 71 | 81 |
| 预收账款 | 1292 | 1529 | 1848 | 2251 |
| 其它流动负债 | 1291 | 1291 | 1333 | 1411 |
| 流动负债合计 | 2718 | 2915 | 3252 | 3742 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 非流动负债合计 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| **负债总计** | **2802** | **2999** | **3336** | **3826** |
| 实收资本 | 618 | 803 | 803 | 803 |
| 普通股股东权益 | 3182 | 3921 | 4858 | 6035 |
| 少数股东权益 | 233 | 215 | 203 | 217 |
| **负债和所有者权益合计** | **6216** | **7135** | **8397** | **10079** |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日
资料来源：公司年报（2018），德邦研究所

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别 | 评 级 | 说 明 |
|---|---|---|---|
| | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现5%以下。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。 |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。