

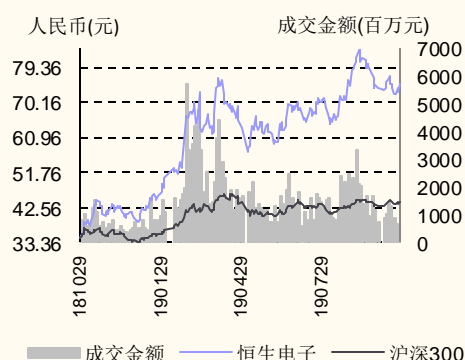
恒生电子 (600570.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 74.99 元
 目标价格 (人民币): 92.00-92.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.03
已上市流通 A 股(亿股)	8.03
总市值(亿元)	602.28
年内股价最高最低(元)	77.16/72.15
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



相关报告

1. 《资源配置优化、业绩驱动力足，看好全年成长 - 恒生电子中报点评》，2019.8.20
2. 《Q2 业绩加速释放，短、长期发展具备强力支撑 - 中报业绩预告点评》，2019.7.26
3. 《新金融科技巨头的崛起 - 恒生电子深度研究报告》，2019.5.9
4. 《费控持续、政策助力，看好全年发展 - 恒生电子一季报点评》，2019.4.25
5. 《内部管理提升、外部双轮驱动，走上生态化扩张之路 - 恒生电子年报...》，2019.4.1

孟林 联系人
menglin@gjzq.com.cn

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

逻辑逐步兑现，业绩加速释放

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.763	1.045	1.400	1.521	1.800
每股净资产(元)	4.97	5.15	5.01	6.14	7.47
每股经营性现金流(元)	1.30	1.52	0.57	1.28	1.65
市盈率(倍)	60.83	49.76	53.56	49.30	41.66
净利润增长率(%)	2476.18%	36.96%	74.24%	8.65%	18.33%
净资产收益率(%)	15.33%	20.29%	27.92%	24.79%	24.11%
总股本(百万股)	617.81	617.81	803.15	803.15	803.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度实现营业收入 22.97 亿元, YoY +17.0%; 实现扣非归母净利润 3.17 亿元, YoY +36.1%。Q3 单季度实现营业收入 7.73 亿元, YoY +28.4%; 实现扣非归母净利润 0.6 亿元, YoY +590.5%。业绩符合预期。

经营分析

- 科创板业务释放业绩叠加整体需求回暖, 公司 Q3 单季度营收提速。拆分收入看, 经纪业务与资管业务的快速增长是驱动公司业绩提速的主因: Q3 单季度经纪业务营收同增 49.1% (上半年仅 1.0%), 资管业务营收同增 69.3% (上半年仅 9.1%), 两者合计占主营收入的比重由去年的 42.2% 提升至 53.4%。在经纪业务与资管业务的拉动下, 资本市场条线占主营收入的比重由 72.0% 提升至 76.1%。我们判断资本市场业务快速发展的主要原因一方面为科创板业务开始确认收入, 另一方面为资本市场回暖、金融机构增加 IT 投入, 认为公司今年业绩增长的逻辑开始兑现。此外, Q3 单季度创新业务营收增速达 18.8%, 与上半年 12.2% 相比也有加速迹象。
- 费控持续, 长期盈利能力有望进一步提升。公司 Q3 单季度除财务费用以外的期间费用同增 18.2%, 低于收入增速。拆分来看, 销售费用同增 17.5%, 管理费用同增 19.8%, 研发费用同增 18.0%。根据半年报披露的数据分析, 人员及薪酬增长是上半年费用增加的主要原因, 我们预计此状态在三季度延续, 判断非薪酬费用控制仍在持续, 资源配置有望更加优化。长期来看, 随着公司规模扩大、规模效应显现, 叠加公司主动进行费用控制, 公司长期盈利能力有望得到进一步提升。
- 全年高增长无忧, 长期成长空间有望打开。展望 Q4, 科创板业务收入将集中确认, 同时沪伦通、CDR 等需求有望启动, 另外第三方接入工作预计也将在今年底启动, 届时也有望带来可观业务增量。长期来看, 行业利好不断, 包括“新十一条”、《金融科技发展规划 (2019-2021 年)》在内的政策相继出台, 利好龙头发展; 同时, 公司创新业务布局广泛, 未来有望充分把握行业发展趋势、受益行业变革红利, 我们看好公司长期发展。

投资建议

- 公司投资收益变动较大, 基于 Q3 情况我们调整对公司的盈利预测, 预计 19-21 年实现归母净利 11.2/12.2/14.5 亿元 (分别上调 11%/7%/9%), 对应当前 PE 54/49/42 倍, 维持 92 元目标价及“买入”评级。

风险提示

- 金融机构 IT 支出不及预期; 监管政策落地进度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,170	2,666	3,263	4,018	4,821	5,651
增长率		22.9%	22.4%	23.1%	20.0%	17.2%
主营业务成本	-99	-90	-94	-115	-132	-149
%销售收入	4.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%
毛利	2,071	2,576	3,168	3,903	4,689	5,502
%销售收入	95.4%	96.6%	97.1%	97.1%	97.3%	97.4%
营业税金及附加	-41	-44	-43	-48	-58	-68
%销售收入	1.9%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-663	-750	-882	-1,045	-1,157	-1,328
%销售收入	30.6%	28.1%	27.0%	26.0%	24.0%	23.5%
管理费用	-1,335	-1,734	-1,851	-2,190	-2,459	-2,820
%销售收入	61.5%	65.0%	56.7%	54.5%	51.0%	49.9%
息税前利润 (EBIT)	32	48	392	621	1,015	1,286
%销售收入	1.5%	1.8%	12.0%	15.4%	21.1%	22.8%
财务费用	1	1	-2	10	13	22
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-4	-14	-131	-3	-1	-1
公允价值变动收益	-7	-21	-23	200	100	100
投资收益	119	271	257	400	220	200
%税前利润	-198.4%	57.8%	36.7%	32.5%	16.3%	12.4%
营业利润	141	463	701	1,228	1,347	1,607
营业利润率	6.5%	17.4%	21.5%	30.6%	27.9%	28.4%
营业外收支	-201	5	-1	3	3	3
税前利润	-60	468	700	1,231	1,350	1,610
利润率	n.a	17.6%	21.4%	30.6%	28.0%	28.5%
所得税	8	-35	-21	-74	-95	-129
所得税率	n.a	7.5%	3.0%	6.0%	7.0%	8.0%
净利润	-52	433	678	1,157	1,256	1,481
少数股东损益	-71	-38	33	33	34	35
归属于母公司的净利润	18	471	645	1,124	1,222	1,446
净利率	0.8%	17.7%	19.8%	28.0%	25.3%	25.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-52	433	678	1,157	1,256	1,481
少数股东损益	-71	-38	33	33	34	35
非现金支出	54	74	197	61	62	66
非经营收益	-118	-238	-251	-600	-315	-295
营运资金变动	556	536	312	-164	23	72
经营活动现金净流	440	805	937	454	1,026	1,324
资本开支	-172	-96	-146	-168	-178	-190
投资	-350	-690	-306	-300	-400	-400
其他	30	106	58	400	220	200
投资活动现金净流	-492	-680	-394	-68	-358	-390
股权募资	261	126	104	3	0	0
债权募资	0	0	60	110	1	1
其他	-167	-95	-643	-285	-328	-384
筹资活动现金净流	93	31	-479	-172	-327	-383
现金净流量	42	156	64	215	341	551

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	343	500	567	781	1,122	1,673
应收款项	300	249	179	273	367	506
存货	52	45	16	39	47	55
其他流动资产	1,667	2,196	2,176	2,676	3,179	3,683
流动资产	2,361	2,990	2,936	3,769	4,715	5,918
%总资产	51.9%	51.1%	47.2%	52.6%	57.3%	61.9%
长期投资	1,688	1,990	2,275	2,275	2,275	2,275
固定资产	340	366	470	584	700	815
%总资产	7.5%	6.3%	7.6%	8.2%	8.5%	8.5%
无形资产	31	486	475	479	483	496
非流动资产	2,187	2,862	3,280	3,394	3,513	3,641
%总资产	48.1%	48.9%	52.8%	47.4%	42.7%	38.1%
资产总计	4,548	5,852	6,216	7,163	8,228	9,558
短期借款	0	0	60	70	70	70
应付款项	1,655	1,894	2,047	1,969	2,026	2,153
其他流动负债	302	590	611	643	713	808
流动负债	1,956	2,484	2,718	2,682	2,808	3,031
长期贷款	0	0	0	100	100	100
其他长期负债	75	83	84	87	91	96
负债	2,031	2,566	2,802	2,869	3,000	3,227
普通股股东权益	2,401	3,073	3,182	4,028	4,928	5,996
少数股东权益	117	213	233	266	300	335
负债股东权益合计	4,548	5,852	6,216	7,163	8,228	9,558

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.030	0.763	1.045	1.400	1.521	1.800
每股净资产	3.886	4.974	5.150	5.015	6.136	7.466
每股经营现金净流	0.712	1.303	1.517	0.565	1.277	1.649
每股股利	0.100	0.290	0.320	0.350	0.400	0.470
回报率						
净资产收益率	0.76%	15.33%	20.29%	27.92%	24.79%	24.11%
总资产收益率	0.40%	8.05%	10.38%	15.70%	14.85%	15.13%
投入资本收益率	1.09%	1.34%	10.88%	13.01%	17.42%	18.13%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.49%	22.85%	22.38%	23.13%	19.99%	17.22%
EBIT增长率	-91.83%	52.24%	716.14%	58.25%	63.61%	26.63%
净利润增长率	-95.97%	2476.18%	36.96%	74.24%	8.65%	18.33%
总资产增长率	14.42%	28.66%	6.22%	15.23%	14.87%	16.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.6	32.3	20.2	22.0	25.0	30.0
存货周转天数	202.6	196.7	117.2	125.0	130.0	135.0
应付账款周转天数	208.2	190.4	344.7	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	56.8	43.7	32.7	23.3	16.9	12.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.30%	-16.43%	-19.98%	-29.98%	-40.70%	-50.21%
EBIT利息保障倍数	-33.0	-35.2	203.2	-59.2	-79.5	-58.4
资产负债率	44.65%	43.85%	45.07%	40.06%	36.46%	33.76%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	17	22	39
增持	1	2	14	16	23
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.45	1.42	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

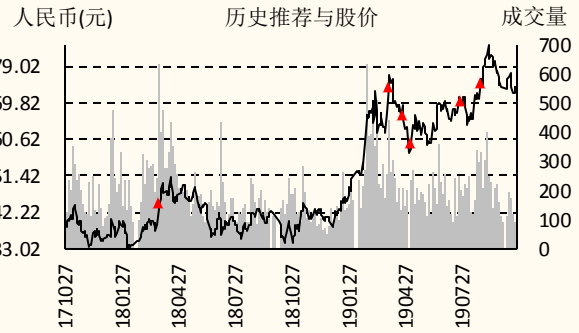
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-28	增持	56.53	N/A
2	2018-12-23	增持	53.31	N/A
3	2019-04-01	增持	87.56	N/A
4	2019-04-25	增持	90.40	N/A
5	2019-05-09	买入	76.83	110.00~110.00
6	2019-07-26	买入	71.09	84.00~84.00
7	2019-08-29	买入	75.82	92.00~92.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH