



恒生电子

营收略低于预期，基本面情况稳定

公司动态

公司近况

公司 1 月 10 日发布业绩预减公告，受经纪业务线需求低迷和数米基金不再并表等影响，营收将与 2015 年基本持平，而利润受 HOMS 处罚和费用增加影响大幅下降 99%。利润情况在处罚结果明确后基本形成了一定的预期，但营收上略低于我们此前预测。虽然公司 2016 年业绩出现较大下滑，但公司基本面情况依然稳定，新业务的增长对业绩形成了一定支撑，同时创新业务的培育有望在明年逐步体现，因此维持公司推荐评级，但下调其 2016 年业绩预测。

评论

三个因素影响公司 2016 年整体营收状况。(1) 数米基金不再并表和恒生网络 HOMS 业务停止造成 2016 年约 3.3 亿元的收入减少。(2) 金融市场监管趋严和资本市场的低迷造成客户需求的减弱，公司经纪业务线收入受到较大影响。(3) 创新业务还处在培育和探索期，对 2016 年业绩贡献有限。

利润主要受证监会罚款和费用增加两个因素影响。(1) 控股子公司恒生网络受到证监会处罚，并表造成上市公司归属净利润减少 3.49 亿元。(2) 2016 年加大创新投入，新设和增资 8 家控股子公司从事各项创新业务，造成费用同比增加约 23%。

公司基本面情况稳定，创新业务收入有望在 2017 年逐步体现，处罚造成的短期影响有限。(1) 财富管理和交易所业务线保持快速增长，特别是财富管理业务线已成为资管业务线后的第二大产品线。(2) 2016 年投入大量资源开发 2.0 和 3.0 类型的创新业务，预计 2017 年部分业务将有所产出，为公司提供新的增长动力，支撑业绩增长。(3) 由于公司在 2015 年已计提恒生网络全部坏账并完成了资产减计的财务处理，所以此次处罚确认后公司并无实际现金支出，不影响公司的正常运营。

估值建议

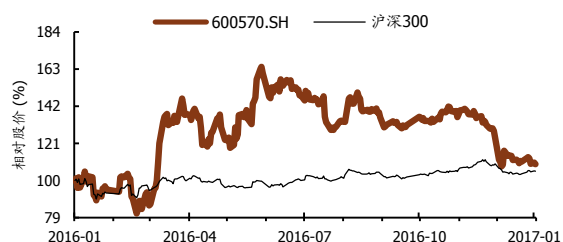
基于业绩预告，下调公司 2016 年盈利预测，维持 2017/2018 年业绩预期不变。预计 2016/2017/2018 年净利润分别为 0.40/5.75/7.03 亿元，对应 EPS 为 0.06/0.93/1.14 元；我们持续看好公司在传统业务上的巩固和在 2.0 和 3.0 业务上的拓展，因此继续维持推荐评级，维持目标价 65 元。

风险

(1) 金融机构 IT 投入放缓；(2) 政府监管政策趋严。

维持推荐

股票代码	600570.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 46.57
目标价	人民币 65.00
52 周最高价/最低价	人民币 71.90~33.45
总市值(亿)	人民币 288
30 日日均成交额(百万)	人民币 536.72
发行股数(百万)	618
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	11.16
主营行业	软件及服务



(人民币 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,226	2,242	3,050	3,872
增速	56.5%	0.8%	36.0%	27.0%
归属母公司净利润	454	40	575	703
增速	25.9%	-91.3%	N.M.	22.2%
每股净利润	0.73	0.06	0.93	1.14
每股净资产	3.94	3.74	4.65	5.50
每股股利	0.26	0.02	0.29	0.35
每股经营现金流	1.61	-0.54	0.96	1.32
市盈率	63.4	725.5	50.1	41.0
市净率	11.8	12.4	10.0	8.5
EV/EBITDA	51.3	189.1	39.6	32.2
股息收益率	0.6%	0.0%	0.6%	0.8%
平均总资产收益率	13.0%	1.1%	14.7%	14.8%
平均净资产收益率	20.9%	1.7%	22.2%	22.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

白永章

卢婷

联系人

分析员

yongzhang.bai@cicc.com.cn

ting.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116060038

SAC 执证编号：S0080513090003

SFC CE Ref: BCG257



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	2,226	2,242	3,050	3,872	营业收入	56.5%	0.8%	36.0%	27.0%
营业成本	163	80	126	153	营业利润	69.2%	-28.0%	59.0%	31.4%
营业税金及附加	37	37	50	64	EBITDA	37.4%	-72.3%	369.7%	20.7%
营业费用	582	639	869	1,104	净利润	25.9%	-91.3%	N.M.	22.2%
管理费用	1,058	1,289	1,693	2,149	盈利能力				
财务费用	-4	0	1	-4	毛利率	92.7%	96.4%	95.9%	96.0%
其他	0	0	0	0	营业利润率	12.0%	8.5%	10.0%	10.3%
营业利润	266	192	305	400	EBITDA 利润率	25.1%	6.9%	23.8%	22.6%
营业外收支	373	281	385	439	净利润率	20.4%	1.8%	18.8%	18.1%
利润总额	515	467	684	834	偿债能力				
所得税	66	60	88	107	流动比率	1.51	1.37	1.62	1.76
少数股东损益	-5	18	21	24	速动比率	1.46	1.34	1.59	1.73
归属母公司净利润	454	40	575	703	现金比率	0.24	-0.34	0.14	0.51
EBITDA	558	155	726	876	资产负债率	35.8%	30.2%	29.7%	30.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	13.9%	净现金	净现金
货币资金	303	-321	168	755	回报率分析				
应收账款及票据	241	259	352	446	总资产收益率	13.0%	1.1%	14.7%	14.8%
预付款项	11	5	9	10	净资产收益率	20.9%	1.7%	22.2%	22.4%
存货	59	29	45	55	每股指标				
其他流动资产	1,322	1,322	1,322	1,322	每股净利润 (元)	0.73	0.06	0.93	1.14
流动资产合计	1,935	1,295	1,895	2,589	每股净资产 (元)	3.94	3.74	4.65	5.50
固定资产及在建工程	315	355	376	347	每股股利 (元)	0.26	0.02	0.29	0.35
无形资产及其他长期资产	1,083	1,076	1,070	1,064	每股经营现金流 (元)	1.61	-0.54	0.96	1.32
非流动资产合计	2,040	2,213	2,417	2,573	估值分析				
资产合计	3,975	3,507	4,313	5,162	市盈率	63.4	725.5	50.1	41.0
短期借款	0	0	0	0	市净率	11.8	12.4	10.0	8.5
应付账款及票据	502	157	248	300	EV/EBITDA	51.3	189.1	39.6	32.2
其他流动负债	782	788	919	1,167	股息收益率	0.6%	0.0%	0.6%	0.8%
流动负债合计	1,284	945	1,167	1,467					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	113	113	113	113					
负债合计	1,423	1,058	1,280	1,580					
股东权益合计	2,432	2,311	2,874	3,399					
少数股东权益	120	138	159	183					
负债及股东权益合计	3,975	3,507	4,313	5,162					
现金流量表									
净利润	454	40	575	703					
折旧和摊销	41	54	62	70					
营运资本变动	-327	322	-110	-194					
其他	215	0	1	-4					
经营活动现金流	992	-335	594	813					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	1,403	128	92	52					
投资活动现金流	-1,403	-128	-92	-52					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	191	-161	-13	-173					
筹资活动现金流	191	-161	-13	-173					
汇率变动对现金的影响	1	0	0	0					
现金净增加额	-219	-623	488	588					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，聚焦于财富资产管理，致力于为证券、银行、基金、期货、信托、保险、私募等金融机构提供整体的解决方案和服务。公司还同时通过与互联网公司的合作为个人投资者提供财富管理工具。



图表 1: 盈利预测变动表

单位 (人民币百万)	2016E			2017E		
	原预测	现预测	变动比例	原预测	现预测	变动比例
损益表						
营业收入	2,437	2,242	-8%	3,050	3,050	0%
毛利	2,291	2,126	-7%	2,873	2,873	0%
营业费用	-694	-639	-8%	-869	-869	0%
管理费用	-1,352	-1,289	-5%	-1,693	-1,693	0%
财务费用	0	0	-279%	0	-1	218%
营业利润	240	192	-20%	306	305	0%
税前利润	528	467	-12%	684	684	0%
所得税	-68	-60	-12%	-88	-88	0%
净利润	93	40	-57%	575	575	0%
现金流量表						
经营活动现金流净额	-198	-335	69%	509	594	17%
投资活动现金流净额	-128	-128	0%	-92	-92	0%
融资活动现金流净额	-160	-161	0%	-29	-13	-55%
货币资金增加额	-486	-623	28%	388	488	26%
资产负债表						
流动资产	1,466	1,295	-12%	1,933	1,895	-2%
固定资产	355	355	0%	376	376	0%
流动负债	1,063	945	-11%	1,167	1,167	0%
长期负债	113	113	0%	113	113	0%
股东权益	2,364	2,311	-2%	2,911	2,874	-1%
总资产	3,678	3,507	-5%	4,350	4,313	-1%
财务指标						
主营业务利润率	94.0%	94.8%	1%	94.2%	94.2%	0%
息税前利润率	6.6%	4.5%	-32%	21.8%	21.8%	0%
净利润率	3.8%	1.8%	-54%	18.9%	18.8%	0%
净资产收益率	3.9%	1.7%	-56%	19.8%	20.0%	1%
总资产收益率	2.5%	1.1%	-55%	13.2%	13.3%	1%
总资产负债率	32.0%	30.2%	-6%	29.4%	29.7%	1%
净资产负债率	12.5%	18.8%	50%	-3.2%	-1.9%	-40%
流动比率	1.4	1.4	-1%	1.7	1.6	-3%
速动比率	1.3	1.3	0%	1.6	1.6	-1%
应收帐款周转期	36.2	36.2	0%	36.2	36.2	0%
存货周转期	131.5	131.5	0%	131.5	131.5	0%
分红比例	30.8%	30.8%	0%	30.8%	30.8%	0%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

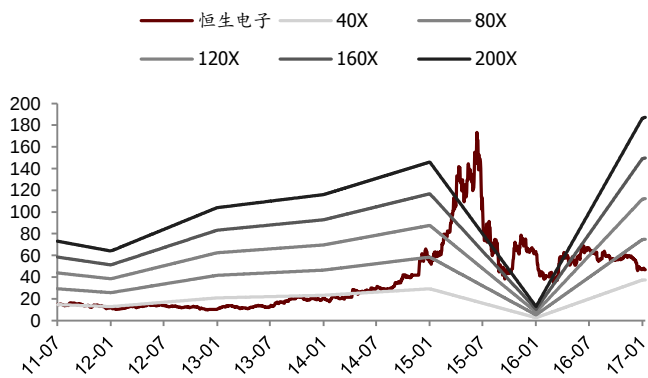


图表 2: 可比公司估值表

代码	公司	股价	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			P/E		
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600570	恒生电子	46.57	289.8	287.7	0.73	0.06	0.93	63.4	776.2	50.0
300465	高伟达	18.12	84.3	46.3	0.09	0.44	0.55	199.1	41.2	32.9
600446	金证股份	25.04	210.9	200.7	0.31	0.43	0.58	82.1	58.5	43.3
300339	润和软件	31.13	111.6	67.3	0.54	0.87	1.19	57.2	35.7	26.2
000997	新大陆	20.32	192.7	187.7	0.36	0.46	0.55	56.8	44.2	36.9

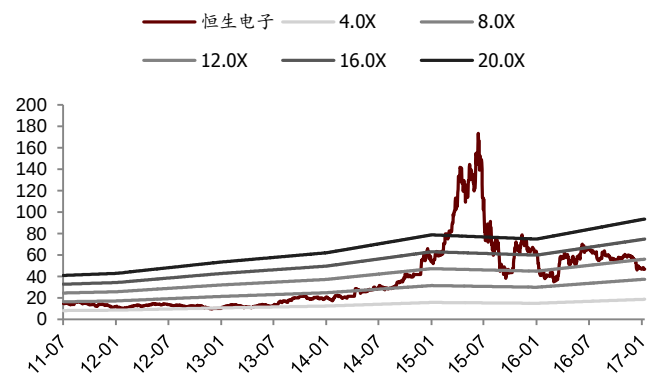
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: P/E Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

