

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

恒生电子 (600570)

强烈推荐 (调高)

高占有率享受金融市场的高成长

日期 2009 年 7 月 13 日

现价 12.44

段迎晨 计算机首席研究员

0755-22622386

duanys@pasc.com.cn

刘武 计算机助理研究员

0755-22627860 liuwu@pasc.com.cn

主要数据

行业 计算机应用行业

公司代码 600570

公司网址 www.hundsun.com

总股本(万股) 445.54

流通股(万股) 445.54

流通市值(百万) 5542.52

每股净资产(元) 2.23

净资产收益率(%) 21.93

总资产负债率(%) 21.63

相关研究报告



请务必参阅文后免责条款

独到见解

- 公司在金融业的占比很高，大力发展机构投资者对金融 IT 软件的需求大大增加，现有金融机构的创新需求也推动了公司的发展。
- 国外金融 IT 软件的报价是国内的 10 倍以上，随着国外软件进入，为国内优秀软件的价格打开了空间。

投资要点

- 公司在金融业的占比很高，大力发展机构投资者对金融 IT 软件的需求大大增加，新增一家基金的软件 1000 万，软硬件集成 2500-3000 万。
- 现有金融机构的创新需求也推动了公司的发展，融资融券和股指期货的推出将为公司提供新的盈利增长点。
- 国外金融 IT 软件的报价是国内的 10 倍以上，随着国外软件进入，为国内优秀软件的价格开了空间。
- 客户对 IT 软件的依赖性强，购买能力强。同样的一套业务软件，期货公司由于支付能力弱，只能卖十几万，证券公司可以卖 200 万，国外的软件可以卖到 2000-3000 万。
- 公司定价能力强，由于证券和基金行业的 IT 人员相对比较少，开发能力比较弱，新规定和新业务软件的议价能力弱，公司有较大的盈利空间，第三方存管为公司带来超过 5000 万的收入。
- 公司参与了监管机构标准的制定，接口格式和验收标准可以较早拿到，保持了公司的领先地位。
- 公司收费模式正在做转变，基金已经开始按规模收服务费，今年基金的规模发展提高了公司的服务费收入。
- 公司主营业务给 30 倍估值，地产投资和其他投资业务可以给 3 元估值，目标价 15 元，给予“强烈推荐”的评级。

风险提示

- 公司受金融政策影响较大，新规定出台存在不确定性。
- 证券市场活跃程度影响公司的盈利。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	345.86	572.43	668.68	793.23	944.78	1129.27
净利润(百万)	54.73	130.45	132.59	197.82	258.86	340.83
净利润增长率(%)		138.35%	1.64%	49.19%	30.86%	31.66%
每股盈利(元)	0.38	0.68	0.45	0.44	0.58	0.76
市盈率(倍)	32.52	18.27	27.56	28.19	21.54	16.36
股息(元)	0.10	0.07	0.10	0.13	0.17	0.23
股息率(%)	0.80%	0.56%	0.80%	1.06%	1.39%	1.83%

目 录

一、投资概要	3
二、公司基本情况	3
2.1 业务简介	3
2.2 收入构成	4
三、国内金融 IT 业成长空间巨大	5
3.1 机构理财需求刺激相关软件发展	5
3.2 国内金融 IT 软件公司的规模和收费有较大空间	6
四、公司在大金融软件服务中竞争优势明显	7
4.1 在证券行业市场处于主导地位	7
4.2 占据基金业核心软件系统市场垄断优势	9
4.3 公司加快银行 IT 业务布局步伐	11
4.4 公司未来大金融领域的发展机会	12
五、智能交通系统和呼叫中心具备较好发展前景	13
5.1 高速公路里程平稳增长催生行业蛋糕	13
5.2 基于软交换的呼叫中心可以扩展到金融以外的领域	14
六、房地产及股权投资有望增厚未来业绩	15
6.1 房地产投资进入收获期	15
6.2 股权投资及其他金融投资平滑业绩波动	16
6.3 股权激励有望实施	16
七、盈利预测与投资估值	17
7.1 盈利预测	17
7.2 估值分析	17

一、投资概要

预计公司2009-2011年营业收入分别为7.93、9.44和 11.29亿元，EPS分别为0.44、0.58和 0.76元，公司主营业务估计0.4元，给予30倍估值，地产投资和其他投资业务可以给3元估值，目标价15元，给予“强烈推荐”评级。

公司是我国大金融软件服务商，随着国内混业经营的发展，公司在金融业内竞争优势明显，公司在基金、证券的份额高，并大力推进在银行、保险等金融企业的市场份额，收购公司拓展银行业务。同时，公司在房地产、股权投资方面进展顺利，成为未来业绩增长来源。

证券：集中交易系统42% 资产管理及投资系统83% 风控系统61%

基金：基金投资交易系统90%以上，开放式基金82%

银行：中间业务平台80%，三方存管80%，与工农中建交等总行合作紧密

保险：投资系统95%

- 公司在金融业的占比很高，大力发展机构投资者对金融 IT 软件的需求大大增加，新增一家基金的软件 1000 万，软硬件集成 2500-3000 万。
- 现有金融机构的创新需求也推动了公司的发展，融资融券和股指期货的推出为公司提供新的盈利增长点。
- 国外金融 IT 软件的报价是国内的 10 倍以上，随着国外软件进入，为国内优秀软件的价格开了空间。
- 客户的资质比较好，购买能力强。同样的一套业务软件，期货公司由于支付能力弱，只能卖十几万，证券公司可以卖 200 万，国外的软件可以卖到 2000-3000 万。
- 公司定价能力强，由于证券和基金行业的 IT 人员相对比较少，开发能力比较弱，新规定和新业务软件的议价能力弱，公司有较大的盈利空间，第三方存管为公司带来超过 5000 万的收入。
- 公司参与了监管机构标准的制定，接口格式和验收标准可以较早拿到，保持了公司的领先地位。
- 公司收费模式正在做转变，基金已经开始按规模收服务费，今年基金的规模发展提高了公司的服务费收入。

二、公司基本情况

2.1 业务简介

公司是国内优秀的金融、证券、基金、CTI、交通行业整体解决方案提供商，同时在电信、期货、政务、安全和软件外包等领域也取得重要进展，成为这些领域的重要参与商。

目前，公司业务主要集中在证券、基金、银行、保险等大金融领域，约占整体收入的 60%左右，智能交通、电子政务、软件外包等约占 40%。

公司大金融业务产品主要包括以下三类：

（1）投资交易类。包括投资研究、风险与绩效评估、投资交易（基金、保险、资产管理公司等）和资产管理平台（私募、资产管理公司等）等。

（2）销售类。包括 TA 系统（登记过户管理系统）和直销系统等。

（3）客户服务。包括门户网站、网站交易、CRM、CC（呼叫中心）等。

其他软件业务主要有智能交通系统、医疗信息系统、igoldcane网上商城及社保行业产品等，其中，智能交通和igoldcane网上商城较具特色。

图表1 公司主要产品线

	投资交易	销售	客户服务	其他
证 券	集中交易管理、证券综合业务平台、证券资产管理综合业务、数据中心、第三方存管系统、融资融券、期货交易管理、QFII 投资管理等	开放式基金代销系统、证券信息短消息主动服务等	客户服务中心系统、经纪人管理系统、融资融券业务风险监控系统等	净资本监控测算、集合受托业务管理平台、内控平台反洗钱监控、衍生品业务管理平台等
银 行	第三方存管、中间业务平台、银证平台、银期转帐、银企平台、投资交易管理等	基金代销系统、储蓄国债代销系统、渠道整合平台等	历史数据平台、客户服务与营销管理、银行呼叫中心系统、手机银行系统等	理财产品风险评估、操作风险预警、电子报表系统、财务分析系统等
基 金	投资交易管理、资产估值与会计核算、研究报告管理、开放式基金数据中心等	直销系统、登记过户、网上直销、销售管理等	基金主动服务平台、基金呼叫中心等	绩效评估与风险管理系统等
保 险	电子商务解决方案、资产投资交易与后台管理系统等	网上投保系统、银保通解决方案等	保险 CRM 产品、保险客户服务系统、保险电话营销系统等	数据中心产品等
交 通				收费系统、监控系统、规费稽征管理、道路运输管理、港航管理等

资料来源：平安证券

2.2 收入构成

公司主营收入中软件产品占比呈上升趋势，由2006年的37.18%，上升至2008年的52.03%，外购商品销售和系统集成收入占比呈较明显的下降趋势，特别是2008年收入占比大幅下降。随着公司改变服务收费模式，公司软件服务收入呈快速增长态势，占主营业务的比重也快速提高，由2006年的7.75%，提高至2008年的10.12%。

图表2 公司收入构成

单位：百万元、%

	2006		2007		2008	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
软件产品	127.76	37.18%	262.17	46.13%	345.63	52.03%
外购商品销售	141.94	41.31%	238.73	42.00%	153.89	23.17%
系统集成	36.69	10.68%	20.52	3.61%	58.78	8.85%
软件服务	26.64	7.75%	36.33	6.39%	67.24	10.12%
房地产					31.82	4.79%
其他	10.56	3.07%	10.59	1.86%	6.89	1.04%
主营合计	343.59		568.34		664.25	

资料来源：平安证券

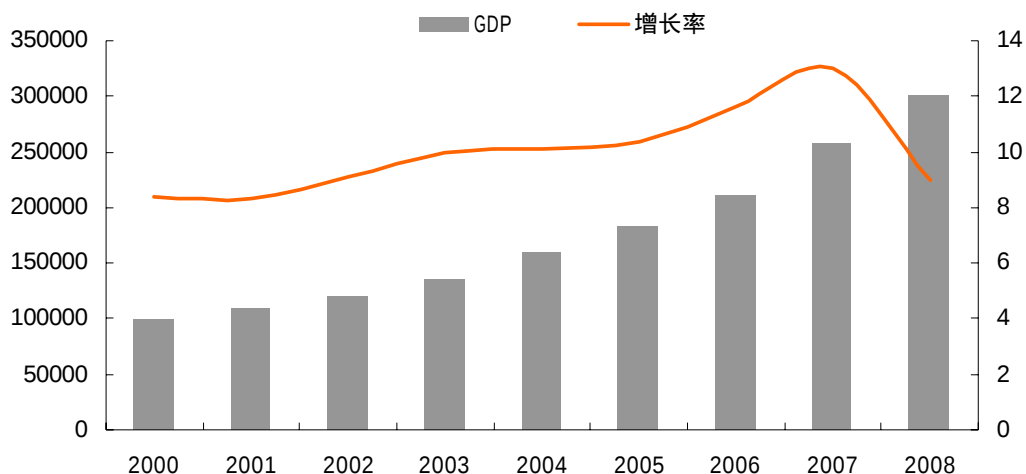
三、国内金融IT业成长空间巨大

3.1 机构理财需求刺激相关软件发展

宏观经济的快速增长为国内金融业发展创造了有利环境。1990-2008年的19年间，国内生产总值增长15倍多，年复合增长率为15.75%，增速全球领先。预计未来若干年内经济增长仍将保持在8%以上，繁荣稳定的经济环境，为金融企业发展提高有利市场环境。同时，经济发展还带来居民收入的提升和城市化快速发展，增加居民理财意识和需求。

图表3 我国GDP保持较高增速增长可期

单位：亿元、%



资料来源：国家统计局、平安证券

国内理财需求也面临从个人小规模的投资走向机构大规模的投资，在国外成熟市场，机构投资者占大多数，中国证监会也开始大力发展机构投资者，改善 A 股市场投资者结构：

- 进一步推动各类合规资金入市：基金，保险，社保，QFII，券商集合理财，企业年金等。
- 借鉴成熟市场理念，促进市场理性投资：QFII，合资基金，合资券商。

- 发展 QDII，推动资金双向流动，加速国内市场与境外成熟市场投资理念的融合。

图表4 机构投资者对IT的需求增加

	投资方法	投资行为
中小散户	初级技术分析+初级基本分析	被动
中大户	不对称信息 + 技术分析+基本分析	较为主动
投资公司	基本分析+ 技术分析	主动
基金公司	价值投资(自上而下为主)	方法不一
QFII	价值投资(自下而上为主)	较为统一

资料来源：平安证券

基金公司的数量和规模都大大提高，私募的发展也很迅速，和中小散户不同，机构有能力购买专业的IT软件和服务，对IT系统的要求进一步提高，给金融IT的发展提供了很好的土壤。

3.2 国内金融 IT 软件公司的规模和收费有较大空间

从国外的金融IT企业发展历程来看，伴随着金融业的发展，相关IT服务企业的收入增长速度快，并形成较大的收入规模。

图表5 2008年FinTech收入排名

单位：美元

Rank	公司名称	Total	Fintech Revenue	
		(millions)	(millions)	% of total
1	Fiserv	5022	4367	87%
2	Fidelity National Information Services	4637	4263	92
3	SunGard	4901	2852	58
4	Diebold	2953	2680	91
5	NCR	4970	2655	53
6	Tata Consultancy Services (TCS)	5350	2314	43
7	First Data	8051	2017	25
8	CA (Computer Associates)	4197	1530	36
9	Total System Services	1428	1428	100
10	Metavante	1598	1422	89
11	DST Systems	2303	1089	47
12	Cognizant	2136	1001	47
13	SAS	2168	903	42
14	Experian Group Ltd.	3896	854	22
15	Jack Henry and Associates	718	718	100

资料来源：平安证券

Fiserv是信息管理技术及相关服务提供商，主要业务包括交易处理、电子账单支付、文件分配服务和软件及系统方案等，1987-2008年公司主营业务收入复合增长率21.07%，

其中2008年与金融业相关业务收入约为44亿美元，占全部营业收入的87%。

DST是一家金融行业的国际软件系统供应商，公司作为资产管理系统和工作流系统供应商，在国际上处于领先水平，在资产管理公司中的市场份额超过40%，客户包括Barclays基金管理公司、JP摩根富林明资产管理公司、花旗资产管理公司和高盛资产管理公司等。1993-2008年公司主营业务收入复合增长率13.52%，其中2008年与金融业相关业务收入约为11亿美元，占全部营业收入的47%。

以最近DSTi的HiPortfolio/3系统和Fidessa LatentZero的Capstone在国内的报价为例，价格都是2000万-3000万，是国内类似软件的10倍，路透社每个终端的报价是25万美元/年，随着这些国外的企业进入中国，一方面加剧了竞争，但另一方面也给国内优秀软件的价格打开了上升的空间。

四、公司在大金融软件服务中竞争优势明显

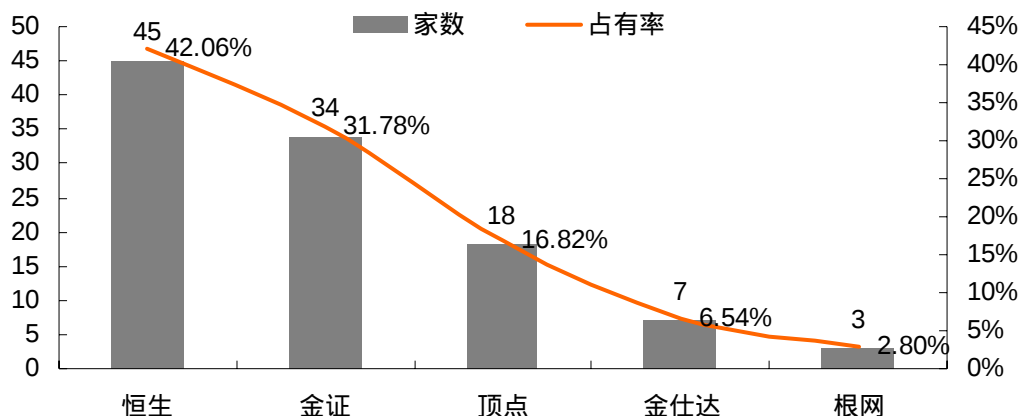
4.1 在证券行业市场处于主导地位

我国证券行业经过前几年的整顿后，进入良性发展时期。随着证券公司收入的快速增长，证券IT投资进入新阶段。虽然受资本市场大幅波动影响，短期内券商有缩减IT投资预算的动力，但在竞争加剧和新业务有望持续推出的环境下，预计对软件服务的投资缩减幅度不大。预计未来推动我国证券行业软件服务投资增长的主要因素有：对交易系统性能的持续升级需求、金融创新带来的新增产品种类需求，以及券商支付能力提高所带来的提价收入。

恒生在我国证券行业软件服务中处于主导地位，在证券集中交易系统的市场份额超过42%，在资产管理及投资系统份额超过80%，在风险控制系统的市场份额超过60%。从金融软件的需求特性来看，通常存在较大的后续需求粘性，因此，公司较高的市场份额使其能够完全享受行业未来发展溢利。公司证券业务短期内将受融资融券、股指期货和创业板陆续推出驱动，中长期将受益于服务收费增加、升级需求和获取竞争对手客户。

图6 恒生券商集中交易系统的市场占有率

单位：家、%



资料来源：平安证券

公司证券软件产品较竞争对手具备一定优势，在设计理念、运行效率和安全性等关键性能方面获得市场认可，能够提高客户忠诚度并吸引更多客户使用。公司证券信息系统规划主要基于证券三大业务，建设独立的经纪业务平台、投资理财平台、投行业务平台；分离经纪业务、投资管理业务的二级清算系统，逐步改造现有的法人清算系统，最终建设统一清算平台；以及规划建设公司级的风险管理平台和决策支持系统。

图7 公司证券软件系统基本架构



资料来源：公司资料、平安证券

公司证券系统技术架构特性：

（1）高性能、高可靠性。安全、稳定、可靠 是信息系统的最基础，也是最重要的需求，特别是金融行业实时交易系统；

（2）基于SOA架构。满足资源共享、流程整合、业务重构的需求，适应证券金融业不

断创新的业务需求，有利于降低建设成本，快速响应新需求；

（3）遵循国际统一的技术架构和协议标准。平台设计与操作系统和数据库的无关性，成功运用于IBM AIX、HP-UNIX、Redhat linux、Windows等主流操作系统，支持FIX、TCP、UDP、IPX等主流协议，并支持语音接入。

图表8 恒生证券软件系统主要特点

系统特点	主要内容
安全性	业务复核，双岗复核、集中式复核、分布式复核，多种复核模式；权限管理；风险客户管理；系统留痕与业务稽核。
高效性	系统优化处理，主动推送的外部数据交换，实现快速报盘回报与银证业务；清算、结息、配售等批量性业务的优化处理；中间件的高效性12000次转发+平行扩展和负载均衡处理技术；减少数据库的交互，降低服务器压力；客户端数据缓存。
可靠性	ORACLE RAC应用；中间件群组应用，避免单点故障，增加平行扩展，增强资源利用，断点自动重连。系统风险监控、应急方案处理；群组部署、互为备份、平行扩展、主动预防。
可扩展性	平行扩展能力；性能多方位扩展。灵活：客户所属机构自由划分、客户所属机构动态调整、根据动态机构进行管理；佣金政策、个性化配置、参数化系统配置
开放性	参数化管理与配置；操作权限角色化管理；丰富客户属性、自定义属性、用户认证多样化；统一的客户端操作界面、统一认证等

资料来源：公司资料、平安证券

公司参与了监管机构标准的制定，接口格式和验收标准可以较早拿到，保持了公司的领先地位。公司定价能力强，由于证券行业的IT人员相对比较少，开发能力比较弱，新规定和新业务软件的议价能力弱，公司有较大的盈利空间。如第三方存管每套20万，一般证券公司为了方便客户，联了10几家银行，中型券商都可以带来300多万的收入，整个项目为公司带来超过5000万的收入。

4.2 占据基金业核心软件系统市场垄断优势

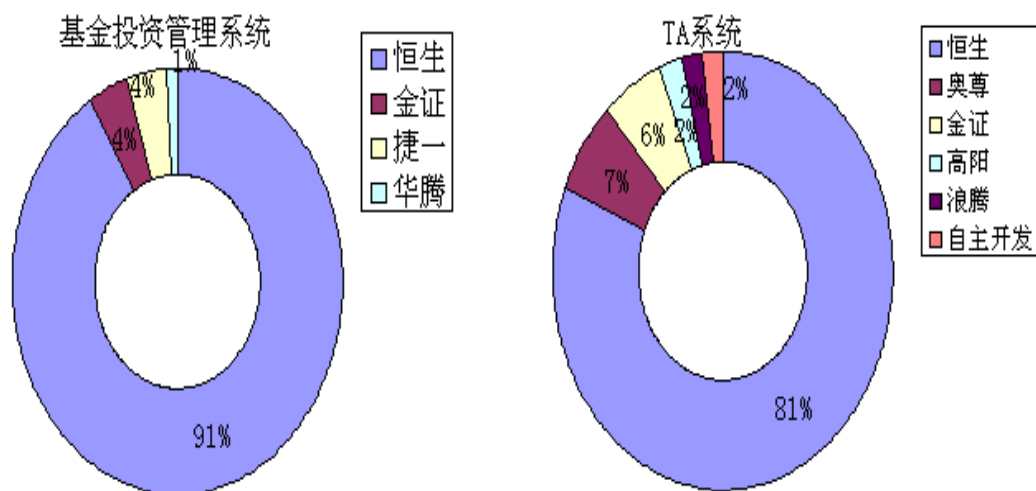
公司在国内基金及资产管理核心软件系统处于绝对垄断地位，明星产品投资交易系统和开放式基金TA直销系统的市场份额基本保持在90%和80%以上，包括南方基金、广发基金等国内主流基金公司均是公司客户。

公司基金和资产管理软件产品主要包括基金投资管理系统、基金估值与会计核算系统、基金投资绩效评估与风险管理系统、研究报告管理系统、开放式基金登记过户系统、开放式基金直销系统、基金CALL CENTER系统、网上交易系统、主动服务平台、基金CRM系统等。除基金估值与会计核算系统等少数软件产品市场占有率相对较低外，绝大多数产品的市场份额与竞争对手拉开很大差距。

此外，公司还与路透等国际巨头开发QDII投资交易系统。目前国内QDII基本通过彭博公司实现海外投资交易，但通过彭博系统存在很多缺陷，预计公司该类产品一旦成型将会获得国内绝大多数QDII业务市场份额，成为公司营业收入增长的又一重要来源，且其盈利能力不会低于现有软件业务。专户理财也是公司未来成长的亮点，目前已有基金公司在试用。

图表9 恒生基金和资产管理核心软件系统市场份额情况

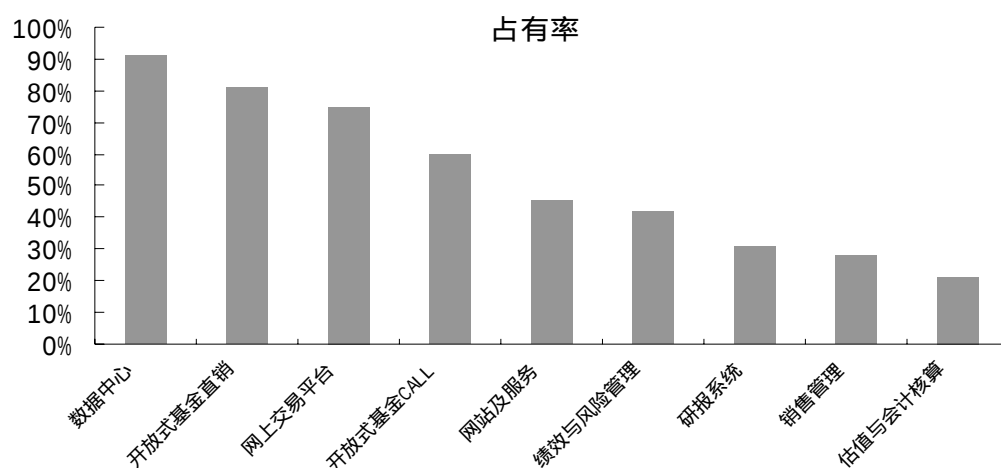
单位：%



资料来源：公司资料、平安证券

图表10 恒生基金与资产管理相关软件系统市场份额

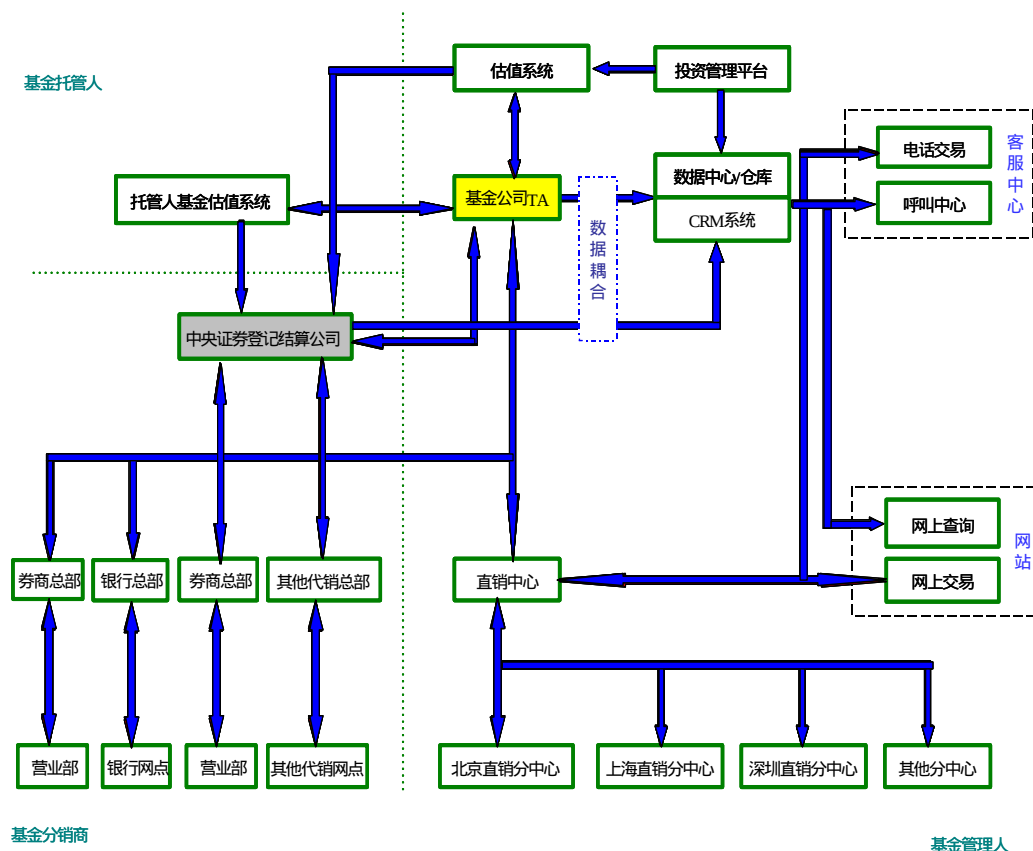
单位：%



资料来源：公司资料、平安证券

我们认为，基于公司在基金和资产管理领域的优势地位和竞争能力，以及后续服务收费采取与资产规模相关的收费模式，预计未来公司在软件服务和后续升级需求方面的收入有望保持平稳快速增长。

图11 公司的基金管理系统功能和性能领先



资料来源：平安证券

短期来看，公司基金和资产管理相关业务收入渠道因素有下游新业务推广引致的新产品需求（如基金一对多专户理财、QDII）升级需求及基金资产规模增长等。中长期来看，我国基金行业发展空间大，公司将受益于国内基金业和资产管理的持续发展所带来客户数量的增加，以及客户出于对系统兼容与管理方便性的考虑，增加对目前公司市场占有率较低产品的需求。

目前公司的报价，新增一家基金的软件1000万，软硬件集成2500-3000万，维护推出按客户规模收费以后，以去年为例，500亿规模的基金，维护费共90万左右，包括直销、投资交易，网上交易、呼叫中心、数据中心、反洗钱。今年基金的规模扩大，公司的服务费也水涨船高。

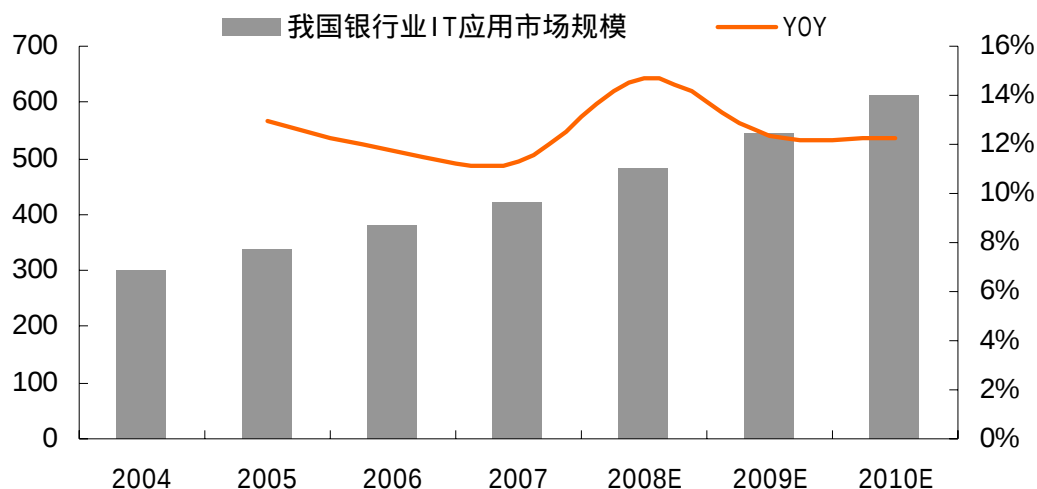
4.3 公司加快银行 IT 业务布局步伐

公司是国内银行IT软件服务和解决方案的主流供应商之一，主要客户包括中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、邮政银行及兴业银行等国有大型银行和股份制银行。公司银行投资类产品的市场占有率超过60%，中间业务产品市场占有率超过40%，电子银行渠道产品和公司银行类产品市场占有率超过30%，市场竞争优势显著。

根据专业机构的预测，未来几年我国银行业IT应用市场规模将呈平稳上升态势，为公司深度报告

进一步开拓银行软件系统业务提供良好的市场环境。

图表12 我国银行业IT应用市场规模有望保持稳定增长 单位：亿元、%



资料来源：CCID、平安证券

恒生在银行IT业务的策略以证券投资相关业务切入点，逐步渗透至其余银行IT业务领域，目前公司在银行个人理财业务IT市场的占有率相对较高。同时，公司还通过兼并收购战略快速扩张在银行IT业务方面的布局，2009年上半年收购力铭科技后，成功进入银行票据IT应用领域。

力铭科技的成功收购不仅使公司快速进入到银行票据IT领域，而且对公司形成一定的业绩贡献。力铭科技主要从事银行新型中间融资业务软件产品研发、开发、经营和服务，在票据及融资软件中的市场份额位居首位。2008年力铭科技的营收为1744万元，净利润为448万元。根据力铭科技未来两年的业绩承诺，2009-2010年分别能够为公司贡献1230和1500万元净利润，相对于每股EPS增加0.03元左右。

4.4 公司未来大金融领域的发展机会

(1) 金融行业发展和混业经营机遇。目前国内金融市场的虽然获得持续多年的高速发展，但与国外发达国家相比及相对于经济发展需求来看，还远未到成熟阶段，随着国内金融行业的发展和金融产品或业务的日益成熟和增加，金融行业对IT应用投资将维持增长态势。目前，公司在基金、证券和银行基本处于垄断或者占有较高市场份额，竞争优势明确，将能够伴随下游行业的发展而发展。

同时，国内的金融机构混业经营将是必然的发展趋势，公司有望利用自身现有大金融IT服务的优势，获取更多业务发展机遇。由于混业经营涉及银行、证券、保险等几乎所有金融业务，企业对业务信息共享、统一信息服务平台的需求强烈，而独立的软件系统要实现这些需求的难度相对较大。公司集银行、证券、基金和保险等金融IT服务为一体，对金融信息化的理解有较为深厚的功底，有望获得客户青睐。目前，公司成功获得平安集团资产管理、证券、信托及基金等IT业务，充分说明恒生在我国混业金融企业中的业务竞争优势，同时平安集团在国内金融业的市場影响力还将大大提升了其在业内的口碑效应，有利于增加公司后续同类业务的获得概率。

(2) **国内软件产品存有较大的提价空间。**目前，国内金融软件产品价值是低估的，公司软件产品价格仅是国外同类产品的10%左右，约为香港同类产品的20%，公司产品的高质量使得其产品的提价空间较大。同时，随着下游证券、基金等客户规模增加及收入提高，对IT产品的支付能力和意愿提高后，预计国内金融软件产品价格有上涨趋势。

(3) **服务收费模式前景好。**公司基金业务服务收费采用与基金公司规模挂钩的收取模式，使得公司有望分享国内基金业快速发展收益。同时，公司维护服务在有计划提升，原来以销价的10%作为服务费，现在公司计划通过加收服务费的方式提高具有附加价值的服务，如金牌服务、一对一服务，提升服务满意度和响应速度。预计未来如今服务收入有望成为公司收入和盈利主要贡献来源。

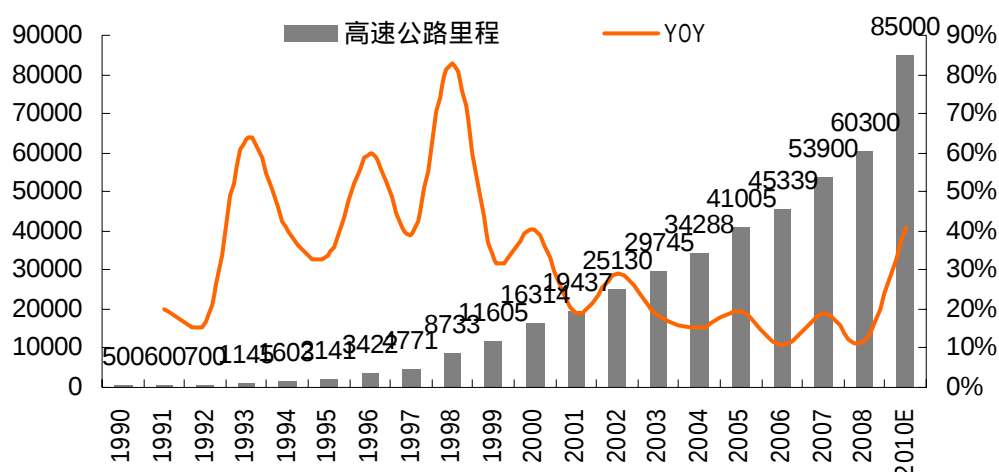
(4) **受益于下游优质客户和升级服务需求。**公司客户盈利能力和发展能力均很强，但受国内软件产品整体低价格影响，这些客户对初次国内软件产品的购买出价较低，但对后续升级需求的价格敏感性相对要低很多。随着国内金融创新的加速，预计相关软件系统的升级需求日益增强，公司有望借助客户对软件提供商的粘性获得更多的高毛利软件升级服务需求。

五、智能交通系统和呼叫中心具备较好发展前景

5.1 高速公路里程平稳增长催生行业蛋糕

根据交通运输部《2008年公路水路交通运输行业发展统计公报》，截至2008年底，我国已有高速公路6.03万公里，比2007 年末增加0.64 万公里，全国高速公路总里程仅次于美国，居世界第二位。根据中国政府的《高速公路发展规划》，预计到2010年，全国高速公路通车里程达到8.5万公里，其中国家级高速公路达到5.5万公里。预计在“7918”高速公路网的规划推进下，未来几年我国高速公路将保持稳定增长态势。

图表13 我国高速公路里程预计维持稳定增长 单位：公里、%



资料来源：平安证券整理

目前，公司智能交通系统在浙江省高速公路、浙江省客运联网售票等得到成功应用。公司在智能交通系统方面形成了报考收费系统、监控系统和各类管理系统的较为完整的产品线，为公司进一步打开市场，提高市场份额打下基础。随着高速公路的发展以及高速公路行业对IT投资的增加，预计公司将获得更多的市场份额和绝对收入。

当然，由于智能交通系统进入的壁垒较大，公司要想获得更多市场份额对其营销能力将是考验，如何能够从先入竞争对手中分得更多的一杯羹具有一定的不确定性。公司优势在于基本功扎实，并有较强的财力物力支持。

图表14 恒生高速公路软件系统

软件系列	主要软件产品
收费系统系列	大区域高速公路联网收费系统
	收费车道系统软件、收费监控视频联动系统
	收费站系统软件、收费结算中心系统软件
	便携式应急收费系统、手持式应急收费系统
	营运管理及辅助决策系统、开放式公路收费管理系统
监控系统	高速公路监控总中心管理系统
	基于 GIS 基础的交通信息发布系统
	服务区车辆监控管理系统
	移动监控系统
规费稽征管理	养路费稽征管理系统（集中式、分布式） 摩托车征费管理系统
	多功能智能稽查系统
	票证管理系统
道路运输管理	道路运输企业信用管理系统、道路客运综合信息服务系统
建设管理	交通建设市场诚信信息管理系统
	项目监督管理系统
港航管理	现代船闸生产运行系统

资料来源：公司网站、平安证券

5.2 基于软交换的呼叫中心可以扩展到金融以外的领域

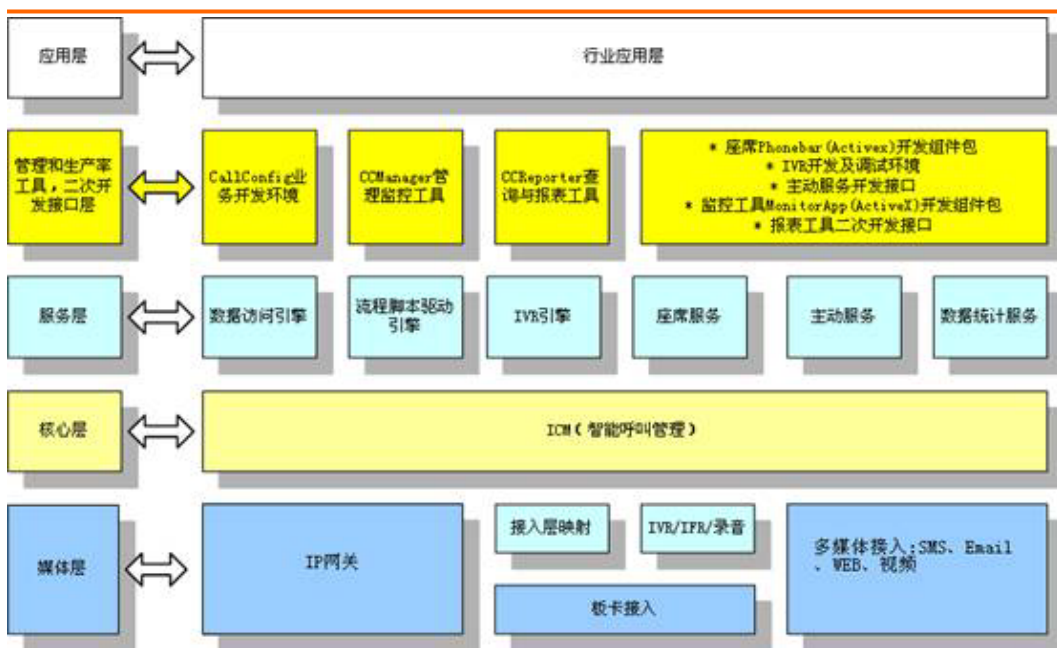
随着企业对服务的重视，呼叫中心占据越来越重要的地位，成为企业和客户沟通的重要桥梁。HSIPCC（HundSun IP CallCenter，恒生 IP 联络中心）平台，是公司自主研发并完全拥有自主知识产权，基于 Softswitch（软交换）技术的纯 IPCC 平台。该平台集 IPCTI、IPIVR、IPFAX、SMS、Email、HSLOG 录音监控、电话会议、统一智能路由、呼出管理等功能于一体，可用于构建各类联络中心、自动语音系统、热线电话、会议电话、电话销售等系统，轻松满足各行业客户、合作伙伴个性化建设需求。

系统优势如下：

- 基于先进的 VOIP 技术，支持分布座席、分布接入，并可实现多个分布式联络中心互联，负载均衡；

- 支持多种媒体渠道形式，含电话、传真、邮件、短消息、视频和 NGN、3G 等；
- 统一智能路由，具有丰富的路由策略，支持混合式路由策略；
- 提供完善的管理、监控、统计和分析功能，模块化管理，方便运行和维护；
- 提供丰富的二次开发接口和工具，包括图形化的业务生成环境、座席话务控件、测试工具等；
- 开放式架构支持标准 SIP 协议的第三方软硬件设备，以及灵活的组网方式能够满足各类联络中心建设需求。

图表15 HSIPCC体系结构



资料来源：公司资料、平安证券

目前基于HSIPCC平台已成功构建各类客户服务中心、电话委托系统、电话银行系统、自动语音查询系统、热线电话系统、外包呼叫中心等，积累案例数近60+。其中单点最大IP Agent案例：杭州城市信息化统一服务平台（1500席）；单点最大IPIVR案例：东方证券（4000线）。

六、房地产及股权投资有望增厚未来业绩

6.1 房地产投资进入收获期

公司科技园及住宅地产项目由九江恒盛、无锡恒华和杭州恒生科技园三家子公司负责开发经营，其中股份公司对九江恒盛的占比不高，未来还是要看无锡和杭州的地产。

公司的拿地成本很低，无锡104.56亩工业用地的总价款为2195.76万元，容积率为1.2，目前均价为5500元/平方米，公司占有55%的股权，预计销售收入达到5亿。杭州恒生科技园84,666平方米的商业用地总价为10800万元人民币，容积率为2.6，拿地成本是周围地产公司的30%，公司占有70%的股权，预计销售收入在10亿以上。公司投资地产的模

式有持续性，是地方政府对公司业务的支持，开发周期可能比较长，但成本的优势使投资风险很低。

6.2 股权投资及其他金融投资平滑业绩波动

公司利用现金优势，加强对股权投资和其他金融资产的投资力度。投资领域涉及房地产、银行、生物识别、安防、门户网站及金融资产等，投资额较大的有青岛银行、长江证券、天津鼎晖和数米网科，以及金融资产，2008年底尚持有各类货币型和债券型基金1.79亿元。2009年一季度公司实现投资收益超过723.21万元，有力平滑了公司业绩波动。

图表16 公司非房地产类投资情况

投资对象	所属行业	初始投资金额	持股（比例）
长江证券股份有限公司	证券	2400万元	0.2%
青岛银行股份有限公司	银行	5200万元	1.01%
天津鼎晖股权投资管理中心	PE投资	1600万元	
杭州数米网络科技有限公司	门户网站	1600万元	80%
浙江维尔生物识别技术股份有限公司	生物识别	430万元	21%
杭州恒生数字设备科技有限公司	安防设备	649万元	5.03%
杭州国家软件产业基地有限公司	软件园	200万元	10%
货币基金及债券基金投资	金融资产	17760万元	

资料来源：公司资料、平安证券

6.3 股权激励有望实施

公司股权激励意愿较强，目前大部分高管都持有公司股份，部分高管还从二级市场增持，这一行为表明公司内部核心人员看好公司的发展前景。此外，根据其2005年《股权分置改革方案》中就对股权激励做出过承诺，即控股股东杭州恒生电子集团将以其持有的400万股作为对核心员工实施股权激励的来源。通过这一安排，将有较多员工能够分享公司发展收益，大大增强员工对企业的忠诚度。

对于软件企业来说，最重要的资源就是人力，目前基金、券商及银行等对IT人才的需求增加，对专业软件企业留住核心员工产生压力。公司2007年已将其中的423.89万股转让给部分员工，尚剩约424.67万股可以转让，这为公司后续激励奠定基础。

七、盈利预测与投资估值

7.1 盈利预测

图表17 公司营业收入预测 单位：百万元、%

分产品收入	2006	2007	2008	2009	2010	2011
软件产品	127.76	262.17	345.64	395.91	473.53	565.75
软件服务	26.64	36.33	67.24	104.22	135.49	169.36
硬件	136.46	238.32	153.89	161.59	174.52	191.97
系统集成	37.69	19.70	58.78	64.66	74.36	89.23
其他	17.30	15.91	43.12	66.84	86.89	112.96
收入合计	345.85	572.43	668.68	793.23	944.78	1,129.27
YOY		65.51%	16.81%	18.63%	19.11%	19.53%
分产品成本						
软件产品	16.50	24.42	24.48	40.72	48.77	58.41
软件服务		0.15	0.13	0.21	0.27	0.34
硬件	128.51	214.24	144.99	151.89	164.05	180.45
系统集成	32.57	17.12	47.19	51.73	59.49	71.39
其他	2.80	1.75	19.40	30.08	39.10	50.83
成本合计	180.38	257.68	236.19	274.63	311.67	361.42
YOY		42.86%	-8.34%	16.28%	13.49%	15.96%

资料来源：平安证券

预计公司2009-2011年营业收入分别为7.93、9.44和 11.29亿元，EPS分别为0.44、0.55和0.68元。

7.2 估值分析

公司主营业务估计0.4元，保守给于30倍估值，地产投资和其他投资业务按重估价值算有12亿，可以给3元估值，目标价15元，给予“强烈推荐”评级。

图表18 恒生电子与计算机应用行业历史PE估值走势

单位：倍



资料来源：wind资讯、平安证券

图表19 主要软件上市公司PE估值水平

单位：元、倍

	简称	价格(7.10)	EPS				PE			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
1	远光软件	14.41	0.67	0.47	0.57	0.72	38.49	30.84	25.17	19.95
2	东华软件	15.35	0.64	0.58	0.78	1.04	36.80	26.45	19.77	14.69
3	青岛软控	21.95	0.79	0.90	1.14	1.46	32.32	24.39	19.23	15.07
4	生意宝	26.53	0.35	0.44	0.56	0.67	76.45	60.61	47.77	39.78
5	石基信息	34.96	1.38	0.91	1.17	1.58	50.69	38.56	29.86	22.10
6	海隆软件	19.10	0.39	0.46	0.52	0.59	48.88	41.86	36.98	32.37
7	科大讯飞	23.87	0.71	0.62	0.83	1.08	54.92	38.54	28.80	22.05
8	启明信息	17.32	0.57	0.39	0.52	0.72	66.55	44.34	33.06	24.15
9	大华股份	48.60	1.74	2.05	2.54	2.34	31.18	23.72	19.10	20.81
10	川大智胜	27.90	0.66	0.60	0.75	1.01	57.74	46.20	37.31	27.68
11	航天信息	16.41	0.90	0.69	0.81	0.93	27.38	23.69	20.28	17.73
12	欣网视讯	9.16	0.10	0.15	0.21	0.00	89.95	60.54	42.96	0.00
13	华胜天成	13.02	0.48	0.56	0.71	0.91	29.69	23.07	18.43	14.36
14	金证股份	10.90	0.41	0.61	0.82	0.00	26.58	17.87	13.23	0.00
15	中国软件	27.09	0.29	0.45	0.62	0.59	131.17	60.82	43.45	45.57
16	用友软件	20.39	0.85	0.85	0.76	0.93	31.28	24.04	26.80	21.89
17	东软集团	18.72	0.52	0.66	0.81	1.01	36.02	28.25	23.08	18.62
18	浙大网新	5.99	0.09	0.18	0.18	0.31	68.12	33.71	32.64	19.64
19	宝信软件	25.20	0.69	0.86	1.07	1.31	36.45	29.31	23.51	19.18
	简单平均		0.63	0.64	0.79	0.89	50.60	35.45	28.35	20.80
20	恒生电子	12.44	0.45	0.44	0.58	0.76	41.33	28.19	21.54	16.36

资料来源：wind资讯

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	345.86	572.43	668.68	793.23	944.78	1129.27
主营业务利润	160.10	302.98	414.90	502.09	611.80	741.62
投资收益	27.62	51.45	19.39	12.00	10.00	10.00
财务费用	-0.52	2.44	-0.49	-2.14	-3.94	-6.27
管理费用	91.98	146.57	200.31	217.23	245.64	287.96
销售费用	54.10	91.78	103.70	124.76	148.60	158.10
所得税	7.46	11.47	3.89	17.20	22.51	29.64
少数股东损益	0.10	4.03	-1.50	1.20	1.57	2.07
净利润	39.35	117.71	163.02	191.62	252.29	333.76

资产负债表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
货币资金	222.31	264.69	206.72	437.59	584.87	802.68
其他流动资产	106.85	256.61	371.45	366.63	411.15	452.69
固定资产合计	232.88	395.82	333.90	349.52	362.66	373.09
其他长期资产	12.30	193.11	35.00	44.60	48.44	49.97
资产总计	562.05	917.12	912.07	1153.74	1358.68	1628.46
其他流动负债	53.79	86.38	107.35	100.64	120.62	145.35
流动负债合计	161.58	230.47	213.60	168.27	196.36	222.44
其他长期负债	2.97	24.77	2.57	2.57	2.57	2.57
长期负债合计	2.97	59.77	37.57	37.57	37.57	37.57
少数股东权益	15.08	35.62	29.45	30.65	32.22	34.28
股东权益合计	397.49	626.87	660.90	948.52	1130.20	1369.40
负债及股东权益合计	562.05	917.12	912.07	1154.36	1364.13	1629.41

现金流量表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	64.63	156.61	144.17	160.28	270.10	366.58
投资活动产生的现金流量净额	-12.42	-132.52	-137.07	-19.08	-21.08	-21.08
分配股利或利润或偿付利息所支付的现金	14.28	12.99	29.70	58.99	77.19	101.63
筹资活动产生的现金流量净额	20.58	19.84	-65.26	89.67	-101.74	-127.70
现金及现金等价物净增加额	72.80	43.93	-58.16	230.87	147.29	217.80

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257