

# 恒生电子

600570

增持/ 维持评级

| 股 价             | 2009/11/16 |
|-----------------|------------|
| <b>RMB16.67</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 446  |
| 流通 A 股（百万股）   | 446  |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 7351 |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 10.16 |
| TRACING P/E (X)* | 41.71 |
| EPS (元)          | 0.28  |
| 股息率 (%)          | 0.61  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

分 析 师  
 龚 浩  
 021-50106003  
 gonghao@lhqz.com  
 张 熙  
 021-50106026  
 zhangxi@lhqz.com

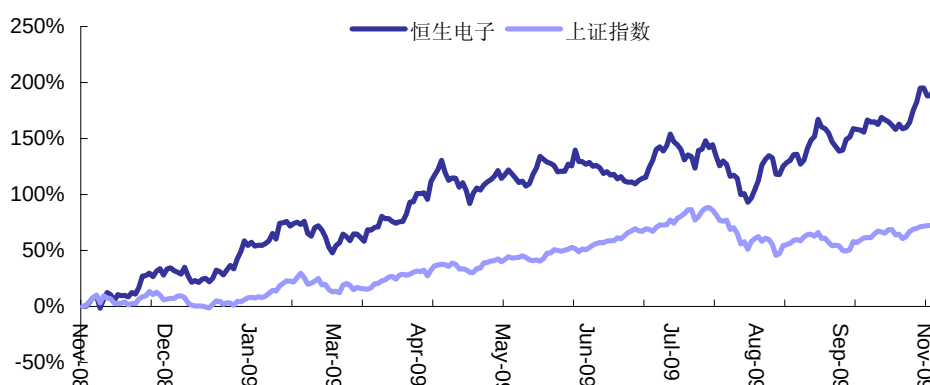
## 在新周期中拉开与对手的差距

### ——恒生电子 09 年三季度业绩说明会纪要

| 经营预测与估值       | 2008A | 20091-3Q | 2009E | 2010E | 2011E  |
|---------------|-------|----------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 668.7 | 406.5    | 701.2 | 833.3 | 1008.6 |
| (+/-%)        | 16.8  | 0.6      | 4.9   | 18.8  | 21.0   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 134.1 | 123.6    | 185.2 | 226.5 | 291.9  |
| (+/-%)        | 6.1   | 51.8     | 38.1  | 22.3  | 28.9   |
| EPS(元)        | 0.30  | 0.28     | 0.42  | 0.51  | 0.66   |
| P/E(倍)        | 54.8  | 59.5     | 27.2  | 22.3  | 17.3   |

- 11 月 10 日恒生股份召开 09 年三季度业绩说明会，公司高管与机构投资者进行了交流。
- 国内资本市场的信息系统投资每 3 至 5 年是一个周期，2008 年下半年开始一轮新的周期。在新的信息系统建设周期中，系统架构升级（升级为 SOA 架构）和应用丰富（衍生品和账户系统等新应用）是主要动力。我们推断在未来三至五年内恒生电子软件与服务收入的可持续增长速度约为每年 20-25%。
- 恒生电子在基础架构的研发上已经领先竞争对手，在目前的证券公司核心系统（即集中交易系统）上没有与竞争对手拉开差距，但是在证券公司新业务的 IT 系统研发已有领先优势。未来当客户升级系统架构时，恒生电子目前的潜在技术优势就会转化为业绩。
- 公司申报的“核高基”项目已通过，可获得中央财政补贴约 1000 万，较最初申报的规模低。
- 软件公司的最重要资产是人，公司股权激励方案已经箭在弦上。
- 上调未来三年的收入和净利润预期，2009、2010 和 2011 年的收入分别为 7.2、8.7 和 10.6 亿元，净利润分别为 1.85 亿、2.27 亿、2.92 亿元，每股收益分别为 0.42 元、0.51 元及 0.66 元。维持“增持”评级。

## 最近 52 周股价表现



11月10日恒生股份召开09年三季度业绩说明会,公司高管与机构投资者进行了交流。要点如下。

## 潜在技术优势未来可转化为业绩

恒生电子的主营业务可以概括为围绕财富管理提供解决方案,包括证券、基金、期货以及银行理财和中间业务的IT解决方案。控股子公司恒生科技从事非金融行业的业务。

国内资本市场的信息系统投资每3至5年是一个周期,2008年下半年开始一轮新的周期。在新的信息系统建设周期中,系统架构升级(升级为SOA架构)和应用丰富(衍生品和账户系统等新应用)是主要动力。

在上一轮国内证券市场的熊市中,很多证券公司倒闭,证券公司的信息化投资非常低。在2006/2007年的牛市中,证券公司的IT投资一部分偿还历史欠账。2008/2009年的IT投资是一种正常状态。2008年恒生电子的营业收入同比增长16.8%,其中软件与服务的收入同比增长37.8%。2009年上半年恒生电子的营业收入同比下降4.6%,其中软件与服务同比下降0.5%。今年恒生电子收缩硬件业务的规模,使整体收入增长减慢。我们推断在未来三至五年内恒生电子软件与服务收入的可持续增长速度约为每年20-25%。

恒生电子在基础架构的研发上已经领先竞争对手,在目前的证券公司核心系统(即集中交易系统)上没有与竞争对手拉开差距,但是在证券公司新业务的IT系统研发已有领先优势。未来当客户升级系统架构时,恒生电子目前的潜在技术优势就会转化为业绩。

公司申报的“核高基”项目已通过,可获得中央财政补贴约1000万,较最初申报的规模低。

软件公司的最重要资产是人,公司股权激励方案已经箭在弦上。

## 金融行业的不同领域

### 证券行业的IT投资有新机会

目前集中交易仍然是证券行业信息系统的核心,在这一领域恒生电子与竞争对手的竞争力旗鼓相当。今后如何获取和维护客户成为证券行业的竞争焦点,营销系统的重要性越来越突出,集中交易的核心地位逐步下降。国内券商的营销系统建设已经度过了渠道建设阶段(电话交易、网上交易、手机交易等达到客户的方式),目前处于平台建设阶段(要求提供差异化服务),未来还要做商业智能<sup>1</sup>。与集中交易和第三方存管相比较,营销系统的IT建设的个性化要求更多,对IT供应商的能力要求更高,恒生电子具备更强的竞争优势。

未来衍生品交易对交易系统的性能要求更高,这也是较大的潜在市场。

<sup>1</sup> 目前国内A股的有效账户约为1亿户,活跃账户大概占三分之一,未来活跃用户数数量增长有限。如我们之前深度研究中所分析的,未来券商的竞争重点在前台的客户关系经营,而过去主要是后台的风险控制(体现为集中交易)。

恒生电子在期货市场交易系统的占有率在 30%左右，金仕达的市场份额达 60%。但是在 14 家指数期货全面结算会员<sup>2</sup>中恒生电子占 60%，在高端市场的占有率高。公司的目标是在未来占据期货市场交易系统 50%以上的市场份额。

公司在基金 IT 市场的份额极高。今年恒生电子调整了与路透的合作模式，由恒生电子主导市场推广，在 QDII 市场取得了突破，目前已有两家基金采用了恒生和路透的 QDII 系统，打破彭博一统天下的局面。

恒生电子在证券、基金和期货行业提供的是解决方案而不是销售软件许可，其中软件的产品化程度较高。

### 银行业 IT 投资稳定增长

今年前三季度恒生电子银行 IT 业务的签约额同比增长 20%左右（不计力铭）。由于存在交付周期等因素，实现的业务收入增长低于 20%。20%左右的增长是银行 IT 业务的可持续增长速度。

恒生电子在银行领域有五条产品线主要有 5 条，（见表 1）。其中最主要的是面向银行零售业务的财富管理业务系统和面向银行对公业务的现金管理业务系统。公司在这两个细分市场有较为明显的优势，财富管理的市场占有率在 50%以上，现金管理市场由于起步不久，目前还没有明显的竞争对手。

**表 1 恒生电子银行产品线**

| 产品线  | 备注   |
|------|------|
| 财富管理 | 零售业务 |
| 现金管理 | 公司业务 |
| 存款托管 | 大前置  |
| 电子银行 | 大前置  |
| 信息交换 | 中台   |

资料来源：联合证券研究所

公司今年收购了票据市场的领导厂商——力铭科技。随着人行电子商业汇票系统的上线，各大行、商业银行已经纷纷将电子票据系统建设提到议事日程，初步估计市场容量在亿元以上。

在恒生电子的银行 IT 业务中，来自中小银行的业务量不断增加，目前占 40-50%，而大银行的业务量占比下降，目前只占 30-40%。

恒生电子的银行 IT 业务做的是周边系统，需要与银行的核心系统对接，客户化工作的比例较高。

### 维持评级

本次调研显示恒生电子未来三年内的可持续收入增长速度约为 20-25%，由于硬件业务的比重降低，公司的毛利率上升但是费用率也上升。房地产业务对利润也有贡献。

<sup>2</sup> 全面结算会员可以为自营、经纪业务以及非结算会员的期货业务（经纪、自营）办理结算交割业务，结算会员具备直接与中金所进行结算的资格，非结算会员不具备直接与中金所进行结算的资格。

上调 2009、2010 和 2011 年的收入预期至 7.2、8.7 和 10.6 亿元，上次预测分别为 7.0、8.3 和 10.1 亿元，上调未来三年的净利润预期至 2.0、2.4 和 3.0 亿元，上次预测分别为 1.85 亿、2.3 亿、2.9 亿元。未来三年的每股收益分别为 0.45、0.55 和 0.67 元。维持“增持”评级。

**盈利预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 578         | 757          | 979          | 1240         | <b>营业收入</b>     | 669         | 706          | 855          | 1005         |
| 现金             | 207         | 483          | 688          | 934          | 营业成本            | 236         | 211          | 270          | 315          |
| 应收账款           | 47          | 49           | 60           | 70           | 营业税金及附加         | 18          | 18           | 21           | 25           |
| 其他应收款          | 11          | 12           | 15           | 17           | 营业费用            | 104         | 127          | 154          | 181          |
| 预付账款           | 2           | 2            | 3            | 3            | 管理费用            | 200         | 191          | 218          | 256          |
| 存货             | 117         | 11           | 13           | 16           | 财务费用            | -0          | -1           | -3           | -5           |
| 其他流动资产         | 195         | 200          | 200          | 200          | 资产减值损失          | 0           | 2            | 3            | 3            |
| <b>非流动资产</b>   | 334         | 318          | 357          | 400          | 公允价值变动收益        | -29         | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 144         | 144          | 144          | 144          | 投资净收益           | 19          | 10           | 8            | 8            |
| 固定资产           | 96          | 128          | 164          | 203          | <b>营业利润</b>     | 102         | 169          | 200          | 237          |
| 无形资产           | 11          | 14           | 18           | 21           | 营业外收入           | 36          | 46           | 56           | 65           |
| 其他非流动资产        | 83          | 32           | 32           | 32           | 营业外支出           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>    | 912         | 1074         | 1336         | 1640         | <b>利润总额</b>     | 136         | 215          | 256          | 302          |
| <b>流动负债</b>    | 214         | 208          | 233          | 255          | 所得税             | 4           | 17           | 20           | 24           |
| 短期借款           | 2           | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 133         | 197          | 236          | 280          |
| 应付账款           | 29          | 25           | 32           | 38           | 少数股东损益          | -1          | 2            | 3            | 3            |
| 其他流动负债         | 183         | 183          | 200          | 217          | <b>归属母公司净利润</b> | 134         | 195          | 234          | 277          |
| <b>非流动负债</b>   | 38          | 38           | 38           | 38           | EBITDA          | 113         | 181          | 215          | 255          |
| 长期借款           | 35          | 35           | 35           | 35           | EPS (元)         | 0.45        | 0.44         | 0.52         | 0.62         |
| 其他非流动负债        | 3           | 3            | 3            | 3            | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 251         | 246          | 271          | 293          | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 29          | 32           | 34           | 37           | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 297         | 446          | 446          | 446          | 营业收入            | 16.8%       | 5.6%         | 21.2%        | 17.6%        |
| 资本公积           | 131         | 56           | 56           | 56           | 营业利润            | -13.6%      | 66.5%        | 18.4%        | 18.6%        |
| 留存收益           | 204         | 295          | 529          | 806          | 归属于母公司净利润       | 6.1%        | 45.6%        | 19.6%        | 18.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 631         | 797          | 1031         | 1310         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 912         | 1074         | 1336         | 1640         | 毛利率(%)          | 64.7%       | 70.2%        | 68.4%        | 68.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 20.1%       | 27.7%        | 27.3%        | 27.5%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE(%)          | 21.2%       | 24.5%        | 22.6%        | 21.1%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC(%)         | 135.8%      | 2182.1%      | 470.0%       | 285.7%       |
| <b>经营活动现金流</b> | 144         | 302          | 251          | 298          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 133         | 197          | 236          | 280          | 资产负债率(%)        | 27.5%       | 22.9%        | 20.2%        | 17.9%        |
| 折旧摊销           | 12          | 13           | 17           | 23           | 净负债比率(%)        | 15.13%      | 14.22%       | 12.94%       | 11.94%       |
| 财务费用           | -0          | -1           | -3           | -5           | 流动比率            | 2.71        | 3.64         | 4.21         | 4.86         |
| 投资损失           | -19         | -10          | -8           | -8           | 速动比率            | 2.16        | 3.59         | 4.15         | 4.80         |
| 营运资金变动         | -9          | 99           | 3            | 2            | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 28          | 4            | 6            | 7            | 总资产周转率          | 0.73        | 0.71         | 0.71         | 0.68         |
| <b>投资活动现金流</b> | -137        | 5            | -49          | -58          | 应收账款周转率         | 11          | 10           | 11           | 11           |
| 资本支出           | 25          | 42           | 51           | 60           | 应付账款周转率         | 9.01        | 7.75         | 9.36         | 8.98         |
| 长期投资           | -125        | -48          | 0            | 0            | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -237        | -0           | 3            | 3            | 每股收益(最新摊薄)      | 0.30        | 0.44         | 0.52         | 0.62         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -65         | -31          | 3            | 5            | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.32        | 0.68         | 0.56         | 0.67         |
| 短期借款           | -49         | -2           | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.42        | 1.79         | 2.31         | 2.94         |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 111         | 149          | 0            | 0            | P/E             | 37.61       | 25.83        | 21.59        | 18.23        |
| 资本公积增加         | -81         | -74          | 0            | 0            | P/B             | 7.99        | 6.33         | 4.89         | 3.85         |
| 其他筹资现金流        | -46         | -104         | 3            | 5            | EV/EBITDA       | 40          | 25           | 21           | 18           |
| <b>现金净增加额</b>  | -58         | 276          | 206          | 245          |                 |             |              |              |              |

数据来源: 联合证券研究所.

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。