

恒生电子 (600570)

评级：谨慎推荐

恒生电子调研简报

报告摘要：

市场数据

计算机软件（中信）	5382.33
三个月涨跌幅	19.79%
上证综合指数	2655.66
沪深 300 指数	2935.57

基础数据

现价（元）	16.29
总股本（亿股）	6.23
流通股本（亿股）	6.23
流通市值（亿元）	100.61
PE	49.42

相对股价表现



相关研究

TMT 研究小组：

李明选（联系人）

8621-68761616-8518

limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

公司投资亮点：（1）公司是目前国内基金、证券、期货、信托、银行等金融机构信息化解决方案最具实力的供应商之一。在基金业的市场份额高达 70% 以上，在证券行业市场份额大约 45%，在期货业的市场份额约 40%。尤其是在基金行业，议价能力很强；（2）随着股指期货和融资融券市场及参与主体的不断扩大，公司在该领域的盈利能力将不断提升；

（3）公司非常重视券商集合理财业务的发展，代客理财市场的发展将带来信息化系统的强劲需求；（4）对上海聚源、力铭科技等新业务的收购和整合正在朝良性方向发展，预计将成为公司新的利润增长点。

公司主要风险：鉴于软件行业“轻资产，高回报”的属性，公司的主要风险来自于国内外的同业竞争。另外公司的投资业务和新拓展业务的整合也会带来一定的风险。

盈利预测及估值分析：上半年公司因为人员成本大幅上升和投资亏损导致净利润下降。但鉴于公司技术能力突出，核心客户稳健，预计公司 2010-2012 年公司的净利润仍然可能达到 2.25 亿、2.96 亿和 3.87 亿元。对应 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元和 0.62 元。

重要财务指标

单位：（见标注）

主要财务指标	2008A	2009A	2010 E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	668.68	729.71	839.17	1048.96	1363.65
收入增幅(%)	16.96%	9.12%	15.00%	25.00%	30.00%
净利润（百万元）	132.59	209.96	224.68	295.60	387.35
净利增幅(%)	2.31%	58.35%	9.28%	31.56%	31.04%
ROE(%)	21.93%	28.56%	22.14%	22.97%	23.57%
EPS(元)	0.45	0.46	0.36	0.47	0.62

资料来源：德邦证券研究所

一、关于公司 2010 年度的业绩预期

在今年上半年全行业出现复苏的情况下，公司的半年报业绩却不尽如人意，净利润同比下降 23%。出现“叫好不叫座”的情况（主营业务收入增长 18%）主要有两个原因：一是管理成本大幅上升，主要是人力成本的大幅上升。公司因为长期致力于金融领域的业务拓展，核心客户均为金融机构，而公司的业务骨干几乎都是相关金融领域信息化解决方案的专家。行业前景和收入差距导致了人员的快速流动，迫使公司不断提高人力成本。二是公允价值变动，投资出现一千余万的账面亏损，而去年同期则贡献了浮盈。一进一出间导致公司净利润的下降。对于公司全年的业绩预测，公司方面仍然保持乐观预期。随着下半年订单相继竣工和资本市场的企稳向好，预计公司全年净利润仍然有望达到 2.25 亿元。

二、关于主营业务发展问题

公司自成立以来一直致力于金融领域的信息化解决方案，到目前为止在基金、证券和期货行业的市场占有率分别达到 70%、47%和 40%。对于未来主营业务的发展方向，公司方面表示不担心出现行业“天花板”，认为金融领域仍然“天地广阔，大有可为”。特别是随着基金和保险资金参与股指期货的积极性不断提升，对系统的要求会随之而来。另外，券商经纪业务竞争的不断加剧也导致其开始将目光更多的投到融资融券和资产管理业务上，“两融”业务和集合理财产品市场的繁荣会带来公司业务的大幅增长。

三、关于公司的收购战略及新业务拓展

公司一直致力于将自身打造成为超级金融信息化产业平台，在业内进行了一系列的收购动作。除了前年收购力铭科技以外，更在今年年初大手笔收购上海聚源科技。市净率达到 3 倍，市盈率更是达到惊人的 147 倍。由此上海聚源实际上已经实现了“未上市而上市”的目的。公司的战略意图十分清楚，就是希望上海聚源依托在公司的大平台下，发展成为类似于 Wind 咨询、同花顺这样的金融资讯系统。聚源的第一支资讯产品将在明年试运行，预计 2012 年将给公司带来实际的利润贡献。在新业务拓展方面，公司在继数米基金网（www.fund123.cn）之后推出了微博社区网推哦网（www.twioo.com），表明了公司对互联网和个人客户的关注。不过推哦网目前尚处于“烧钱”阶段，具体明确的盈利模式还在探索中。

四、关于公司的地产业务

在调研过程中，笔者专门询问了公司地产业务的情况。公司方面表示，公司会始终以金融信息化为主营业务发展方向，对地产业务的介入会十分有限，甚至不排除逐步退出的可能。但在我们看来，公司已经在科技园项目方面积累了较为丰富的经验，也取得了不错的收益。而且科技园项目似乎是介于住宅地产、商业地产之外的“灰色地带”，受国家地产政策调控的影响不大，况且又有地方政府的支持，预计常州科技园会在未来的几年中为公司带来不菲的收益。

五、关于人才培养机制

作为信息技术公司，“轻资产密度、重知识密度”是最大的行业特点。公司的主要财富和核心竞争力就是员工。公司在员工培养方面下了很大功夫，有较为成熟的机制。首先员工在进入公司后就会进行分类，有技术业务融合型、有纯技术型和一般通用型三

种。应届生在培养时会有 A、B 两套方案备选，先在 A 计划里有意识锻炼，之后进入 B 计划进行重点培养。现在公司的高管队伍中，包括总裁、技术总监等均为公司自己培养的人才，见证了公司的发展历程。

图表 02 公司盈利预测 （单位：百万元）

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	668.68	729.71	839.17	1048.96	1363.65
减：营业成本	236.19	213.99	246.09	307.61	399.89
营业税金及附加	17.59	21.20	21.23	26.54	34.50
营业费用	103.70	131.22	140.98	168.88	212.73
管理费用	200.31	214.99	245.88	291.61	372.28
财务费用	-0.49	-2.48	-16.66	-22.75	-30.60
资产减值损失	0.20	2.71	2.55	2.55	2.55
加：投资收益	19.39	25.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-28.93	12.11	6.00	10.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	101.63	185.40	205.10	284.52	387.30
加：其他非经营损益	34.85	47.28	47.28	47.28	47.28
利润总额	136.48	232.68	252.38	331.80	434.58
减：所得税	3.89	22.72	24.64	32.18	41.96
净利润	132.59	209.96	227.74	299.62	392.62
减：少数股东损益	-1.50	4.35	3.06	4.03	5.28
归属母公司股东净利润	134.09	205.61	224.68	295.60	387.35
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	157.53	435.21	1090.85	977.13	1788.42
应收和预付款项	59.51	82.50	61.90	118.60	116.05
存货	116.73	297.43	-244.88	310.57	-225.17
其他流动资产	195.21	67.44	67.44	67.44	67.44
长期股权投资	144.02	197.41	197.41	197.41	197.41
投资性房地产	47.74	44.26	39.33	34.40	29.48
固定资产和在建工程	96.36	97.36	81.09	64.82	48.55
无形资产和开发支出	10.78	18.09	15.23	12.37	9.51
其他非流动资产	31.65	37.81	37.67	37.52	37.52
资产总计	859.53	1277.50	1346.03	1820.26	2069.20
短期借款	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	153.25	270.77	129.63	328.01	215.50
长期借款	35.00	52.00	52.00	52.00	52.00
其他负债	8.38	30.01	30.01	30.01	30.01

负债合计	198.63	352.78	211.64	410.03	297.51
股本	297.02	445.54	445.54	445.54	445.54
资本公积	130.63	57.37	57.37	57.37	57.37
留存收益	203.80	305.54	512.15	783.96	1140.14
归属母公司股东权益	631.45	808.45	1015.05	1286.87	1643.05
少数股东权益	29.45	116.28	119.34	123.36	128.64
股东权益合计	660.90	924.72	1134.39	1410.23	1771.69
负债和股东权益合计	859.53	1277.50	1346.03	1820.26	2069.20
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	143.69	110.40	610.99	-162.76	756.78
投资性现金净流量	-137.07	85.85	48.55	52.55	57.55
筹资性现金净流量	-65.26	86.42	-3.90	-3.51	-3.05
现金流量净额	-58.31	282.74	655.63	-113.72	811.29

资料来源:德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何

更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。