

计算机

署名人:王鹏(研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 20.80 元

当前股价: 16.23 元

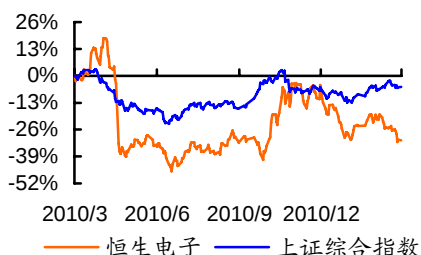
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2909.14
总股本(百万)	624
流通股本(百万)	624
流通市值(亿)	101
EPS (TTM)	0.33
每股净资产(元)	1.74
资产负债率	32.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒生电子	-15.25	-27.99	1.56
上证综合指数	-0.79	0.17	12.25



相关报告

《恒生电子-传统业务长期看好, 新兴业务值得期待》2011-1-23

恒生电子

600570

推荐

年报风险释放, 加大投入力拼 2011

公司发布年报, 10 年实现收入 8.67 亿元, 同比增长 19%; 实现归属于母公司股东净利润 1.82 亿元, 同比增长 7%; 分配方案为每 10 股派现 0.5 元(含税)。

投资要点:

- **10 年业绩低于预期:** 公司 10 年收入低于预期, 主要原因是公司业务模块调整, 主动减少了硬件和系统集成业务; **管理费用增加是业绩低于预期的主要原因**, 薪酬上升和研发费用增加推动管理费用同比增长 52%, 我们认为 **11 年人力成本上升仍将是公司面临的最大挑战**。
- 传统业务中, 证券和基财业务保持了较快的增速, 银行业务在传统理财产品收入下降的情况下仍然实现增长。11 年关注券商领域交易系统软件与金证股份的竞争, 证券软件提价的情况, 券商投资顾问业务带来的系统需求; 基财领域对信托和私募等客户的开拓, 算法交易系统的推广; 银行领域新的并购, 手机银行和人行二代支付的需求。
- **新兴业务关注上海聚源:** 2.0 业务中上海聚源、数米网及公司互联网业务部的合计亏损额在 2500 万以上, 11 年最值得期待的业务无疑是上海聚源, 凭借着交易系统的平台优势, 聚源正在成为竞争力仅次于万得的金融资讯终端产品, **我们关注其收入增长情况**。
- **加大投入力拼 2011:** 11 年公司的营业收入预算总额为 10.8 亿元, 费用预算总额为 6.1 亿元, 单从预算目标看收入同比增长 25%, 费用同比增长 30%, 11 年仍非业绩释放期。我们认为国内财富管理市场才刚刚起步, 仍处于圈地阶段, 公司将加大投入力拼 2011, 从公司的长远价值来看, 保守投入错失市场机会的风险远大于积极投入因而影响公司利润的风险。现阶段我们更加看重公司产品渗透率、市场占有率和收入增长情况。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.52、0.75 和 1.05 元, 未来 6-12 个月目标价 20.8 元。
- **风险提示:** 积极投入下费用增长对业绩构成较大压力。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	867	1116	1444	1903
同比(%)	19%	29%	29%	32%
归属母公司净利润(百万元)	219	322	467	655
同比(%)	6%	47%	45%	40%
毛利率(%)	75.3%	77.8%	79.8%	81.6%
ROE(%)	22.1%	24.5%	26.2%	26.9%
每股收益(元)	0.35	0.52	0.75	1.05
P/E	47.07	31.97	22.05	15.71
P/B	10.39	7.84	5.78	4.23
EV/EBITDA	54	32	20	14

资料来源: 中投证券研究所

1、关于人力成本

从较高的业务毛利率来看，人力成本主要进入销售费用和管理费用。10 年上述两项费用合计 23297 万元，同比增长 50%，按照人员数量增加 20% 拆分，10 年人均薪酬涨幅为 25%。

图表 1：销售费用明细（单位：万元）

销售费用	2010	2009	同比增长
职工薪酬	6545	5803	13%
差旅费	4473	3999	12%
市场推广宣传费	2055	1933	6%
办公经费	479	485	-1%
项目咨询费	255	459	-44%
车辆费用	244	133	84%
折旧	194	154	26%
其他	187	156	20%
合计	14434	13122	10%

资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 2：管理费用明细（单位：万元）

管理费用	2010	2009	同比增长
职工薪酬	16751	9691	73%
差旅费	5474	4651	18%
研发费	3637	2517	45%
办公经费	1808	1154	57%
折旧费	1219	1074	13%
无形资产摊销	509	105	383%
业务招待费	1917	1299	48%
车辆费用	438	293	50%
中介费	372	485	-23%
其他	477	230	107%
合计	32603	21499	52%

资料来源：公司年报，中投证券研究所

2、关于增长的动力

公司从产品类型和行业两个维度披露了收入明细，但是更加细分的明细没有。我们尝试从分产品收入去做一些推算，如图表 3 所示，公司分产品收入包括通用软件销售、定制软件销售、软件服务、系统集成、外购商品销售和房地产销售。

图表 3: 公司 2004-2010 分产品收入 (单位: 百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
通用软件销售	50	52	60	167	204	255	351
定制软件销售	42	36	68	95	141	142	134
软件服务	22	32	37	47	74	87	140
系统集成	37	31	37	20	59	59	47
外购商品销售	116	92	142	238	154	110	89
房地产销售					32	56	93

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

通用软件销售和软件服务都保持了较高的增速, 通用软件主要是公司开发的产品化软件, 软件服务主要是维护服务收入(券商按照存量合同¹金额的 10% 左右, 基金按照存量合同金额的 15% 左右收取)。

从我们对公司在券商领域主要竞争对手金证的调研情况看, 我们判断证券软件仍有较大的提价空间, 而服务收入的增长显示出公司具有较强的向下游转嫁成本能力。

3、关于上海聚源

我们认为, 收购上海聚源是公司在资讯系统领域的布局, 目前聚源与万得无论在人员数量²、产品的质量和销售服务团队的建设上都差距明显, 终端资讯产品的成功需要精益求精改善产品, 努力不懈服务客户, 这些正是彭博和 Wind 成功的秘诀, 聚源在完善产品性能, 提高产品用户界面友好性, 建立一只对于客户需求和自身产品都有深刻理解的销售服务团队上都需提高。

目前聚源产品研发进展顺利, 新的面向投资机构客户的相关产品也将在 4 月之前正式发布。11 年是聚源发展的关键, 公司已经在年报中显示出其对聚源业务投入的重视, 从汤森路透和彭博的关系开看, 终端系统并非完全的替代关系, 聚源终端机遇大于挑战。

¹ 存量合同指正在执行的通用软件和定制软件合同

² 据了解目前万得人数约 1000 人

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	890	1143	1608	2313	营业收入	867	1116	1444	1903
现金	411	597	983	1586	营业成本	214	247	291	350
应收账款	85	109	141	186	营业税金及附加	31	29	39	53
其它应收款	12	25	32	36	营业费用	144	185	217	276
预付账款	2	2	3	4	管理费用	326	390	462	590
存货	192	222	261	314	财务费用	-1	5	-1	-8
其他	188	188	188	188	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	709	765	832	897	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	390	410	455	505	投资净收益	16	15	15	10
固定资产	88	96	109	115	营业利润	156	274	451	652
无形资产	54	77	83	91	营业外收入	89	90	76	87
其他	177	182	185	186	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1599	1908	2440	3210	利润总额	244	363	526	738
流动负债	373	353	408	507	所得税	22	34	50	70
短期借款	34	0	0	0	净利润	222	328	476	668
应付账款	42	49	58	70	少数股东损益	3	7	9	13
其他	297	304	350	437	归属母公司净利润	219	322	467	655
非流动负债	142	144	145	147	EBITDA	175	292	467	664
长期借款	138	138	138	138	EPS (元)	0.35	0.52	0.75	1.05
其他	4	5	6	8					
负债合计	516	497	553	654	主要财务比率				
少数股东权益	92	99	108	122	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	624	624	624	624	成长能力				
资本公积	43	43	43	43	营业收入	18.8%	28.6%	29.4%	31.8%
留存收益	324	646	1113	1768	营业利润	-15.9%	75.7%	64.7%	44.6%
归属母公司股东权益	991	1313	1779	2434	归属于母公司净利润	6.3%	47.2%	45.0%	40.3%
负债和股东权益	1599	1908	2440	3210	获利能力				
					毛利率	75.3%	77.8%	79.8%	81.6%
					净利率	25.2%	28.9%	32.3%	34.4%
					ROE	22.1%	24.5%	26.2%	26.9%
					ROIC	159.9	147.4%	190.7	253.7%
					偿债能力				
					资产负债率	32.3%	26.0%	22.6%	20.4%
					净负债比率	33.36	28.23%	25.02	21.14%
					流动比率	2.38	3.24	3.94	4.56
					速动比率	1.86	2.61	3.30	3.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.64	0.66	0.67
					应收账款周转率	8.54	8.74	8.68	8.75
					应付账款周转率	3.12	5.40	5.40	5.46
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.52	0.75	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.46	0.73	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	1.59	2.10	2.85	3.90
					估值比率				
					P/E	47.07	31.97	22.05	15.71
					P/B	10.39	7.84	5.78	4.23
					EV/EBITDA	54	32	20	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434