

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 21.00 元

当前股价: 16.02 元

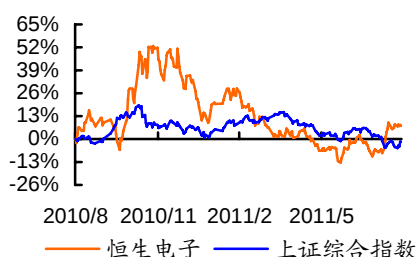
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2612.19
总股本(百万)	624
流通股本(百万)	624
流通市值(亿)	100
EPS (TTM)	0.36
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	17.62	13.06	-16.20
上证综合指数	-3.36	-4.54	-9.25



相关报告

《恒生电子-发展 2.0 业务的核心是改变公司产品及服务的定价模式》2011-4-17

《恒生电子-年报风险释放, 加大投入力拼 2011》2011-3-22

《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

强烈推荐

业绩略超预期, 下半年值得期待

公司发布中报, 上半年实现营业收入 3.70 亿元, 同比增长 25.4%, 实现净利润 0.69 亿元, 同比增长 28.1%。

投资要点:

- **业绩略超预期:** 净利润增速超过此前市场预期 (10%左右), 主要原因是证券业务增长超预期以及销售费用占比下降, 随着增值税退税的落实以及银行业订单在下半年确认收入, 我们认为全年利润增速将超过 30%。
- **1.0 业务, 3 个基本观点:** 1、在财富管理领域, 我们认为专业机构整体增长确定性较高, 但是相互之间可能在此消彼长的竞争关系, 对于软件系统提供商而言, 开拓证券、基金以外专业机构市场是其发展的关键; 2、专业机构竞争日趋激烈, 不断刺激其系统需求, 最终形成其对于能够提高效率的软件系统“人有我无则我必买”的局面; 3、核心系统 (卖方的交易系统与买方的投资管理系统) 的高占有率是恒生的护城河, 一旦占据了客户的核心系统, 在客户原有需求升级或者新需求出现时, 恒生灵活便捷的低成本接入软件产品就有望成为客户的首选。
- ✓ **证券业务:** 上半年实现收入 1.47 亿元, 同比增长 66.9%, 主要原因是券商资管业务 (该业务由证券事业部与基财事业部分成) 需求高速增长以及交易系统的多银行第三方存管、融资融券等新业务的拉动; 下半年直投、投资顾问、融资融券和转融通等业务系统需求值得期待。
- ✓ **基财业务:** 上半年实现收入 0.83 亿元, 同比下降 7.4%, 主要原因是这块收入目前主要来源于公募基金, 基金公司对 IT 系统的采购意愿有所降低; 下半年需要关注公司证券、基金以外专业机构市场特别是信托和保险行业的突破。
- ✓ **银行业务:** 上半年实现收入 0.30 亿元, 同比增长 4.6%, 主要是收入确认受制于银行的合同审批和项目竣工流程, 上半年合同金额增速超过 50%; 下半年的看点是东南融通退市后公司在银行财富管理相关系

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	867	1123	1508	1927
同比(%)	19%	29%	34%	28%
归属母公司净利润(百万元)	219	302	432	571
同比(%)	6%	38%	43%	32%
毛利率(%)	75.3%	76.1%	77.8%	79.1%
ROE(%)	22.1%	23.9%	25.5%	25.2%
每股收益(元)	0.35	0.48	0.69	0.92
P/E	45.70	33.08	23.16	17.51
P/B	10.09	7.92	5.90	4.41
EV/EBITDA	52	32	22	16

资料来源: 中投证券研究所

统的市场份额进一步扩大以及中间业务平台、银银平台、人行二代支付、票据业务升级等需求的高速增长。

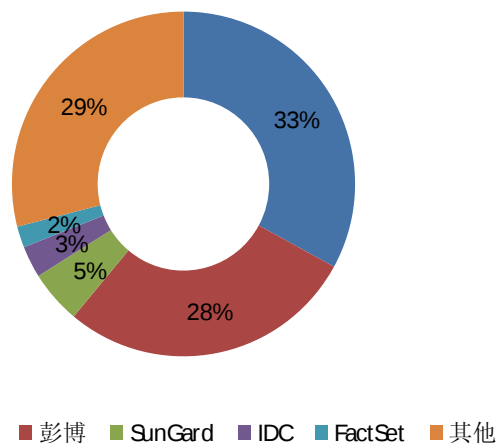
■ **2.0 业务由于投入加大，亏损总额比 10 年同期略有扩大，从改变产品的定价模式来看，发展 2.0 业务势在必行，同时我们认为恒生 2.0 业务得到了传统 1.0 业务的有利支撑和协助，这是有别于其他公司的竞争优势，长期看其将贡献可观的利润。**

✓ **算法交易：**恒生和 UBS 合作开发的“算法交易系统”已经在 6 家基金公司正式上线，目前该业务收入在百万级别，虽然短期内通过提供算法交易系统进行佣金分成的模式难以取得突破，但从中长期来看，随着国内财富市场交易方式、交易制度与交易品种的完善，优秀的交易系统提供商存在改变商业模式的可能，这一点已经在海外市场得到验证。

✓ **上海聚源：**聚源是恒生最有前途的 2.0 业务，上半年在产品的设计、研发、市场和客服等方面投入较大，员工数量增长超过 100%，新产品“聚源投资终端”目前已经在几家基金公司正式上线使用，且获得多家订单，发展态势良好；而基础的金融数据库产品依靠恒生电子 1.0 业务的其它应用系统整合和对接的优势，逐渐为客户所认可，公司希望明年聚源可以实现盈亏平衡。

我们对于上海聚源的发展相对乐观，从全球看，交易和资讯的结合是主流。Sungard 是金融软件提供商，但是也有相当的数据资讯服务；而彭博和汤森路透是数据终端资讯提供商，实际上也提供交易系统。从汤森路透的年报可以看到，实际上三者在每个领域都有激烈的竞争。

图 1：2009 年数据终端市场份额



资料来源：Burton-Taylor，中投证券研究所

上海聚源目前明显落后于万得资讯，但是与交易系统结合是上海聚源独有的优势：与交易结合的终端系统能够使用户更加方便的查阅和分析实时金融市场数据以及进行金融交易；同时终端系统并非完全

的替代关系，在经济繁荣时，不少欧美客户都在同时购买汤森路透和彭博资讯的终端系统。

✓ **其他 2.0 业务：**数米网是恒生在基金代销领域的布局，目前处于完善产品阶段；推哦网上半年进行了线上、线下的推广，这块业务主要作用是提供客户粘性。我们判断这两块业务短期内难有盈利贡献。

■ **上调评级至强烈推荐。**我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 0.48、0.69 和 0.92 元，未来 6-12 个月目标价 21 元，我们上调了公司评级，主要逻辑包括：

- ✓ 1、从行业属性角度来看，国内面向金融、政府领域的 IT 企业利润率较高，空间较大，而为政府服务的 IT 公司由于客户特点难有高集中度，恒生在金融行业各子行业财富管理领域**核心系统的高占有率最终有望带来整个软件系统的高占有率**，具有稀缺性；
- ✓ 2、恒生在证券、基金以外专业机构市场的布局，将为其在未来几年带来高速增长的机遇，以信托行业为例，其中报提到：“现在信托行业的 IT 系统建设还处在一个初期阶段，从未来看，其市场容量不会比公募基金行业小”。

表 1：各类专业机构比较

机构类型	盈利能力	竞争压力	财富管理软件系统的投资
证券	较好	较强	较大
期货	较差	较强	较小
基金	较好	较强	较大
保险	较好	一般	一般
信托	较好	较弱	较小
银行	较好	较弱	一般
阳光私募 ¹	较差	较强	较小

资料来源：中投证券研究所

恒生在核心系统领域的布局：

券商领域，恒生在集中交易系统的份额接近 50%；

基金领域，恒生在投资管理系统的份额在 90%以上；

保险领域：恒生的投资管理系统已覆盖全部保险资产管理公司和部分中小保险公司；

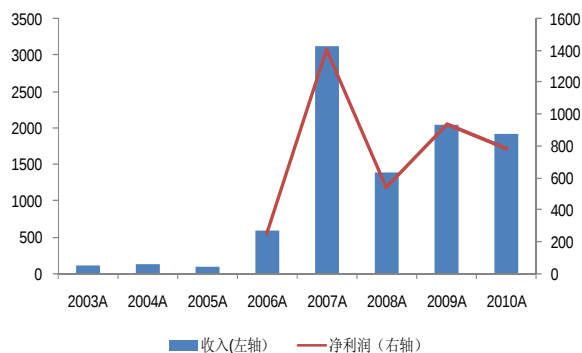
银行业：恒生在财富管理核心平台的占有率约 60%；

期货领域：恒生在集中交易系统的份额约 40%；

信托业与阳光私募：恒生正在推广信托业资产管理整体解决方案，同时也积极开拓阳光私募所需的软件系统。

¹ 目前系统主要由产品受托的信托公司购买

图 2：证券业收入与利润(单位：亿元)



资料来源：wind，证券业协会，中投证券研究所

图 3：基金业资产管理规模与管理费（单位：亿元）

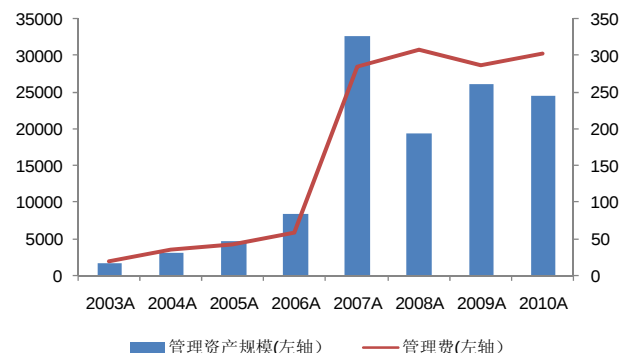
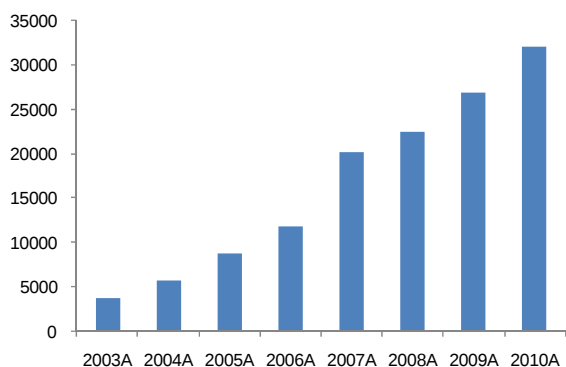


图 4：保险业投资资产规模(单位：亿元)



资料来源：wind，保监会，信托业协会，中投证券研究所

图 5：信托业管理资产规模与收益（单位：亿元）

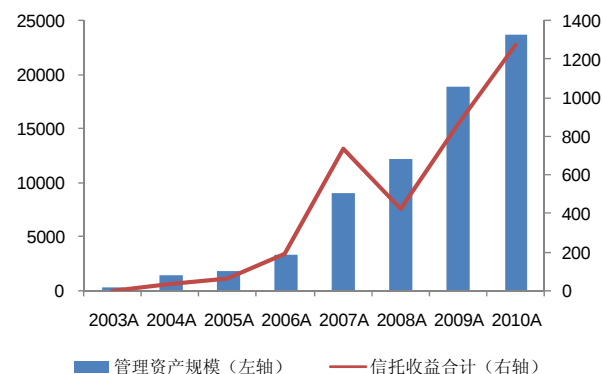


图 6：银行理财产品历年余额(单位：亿元)

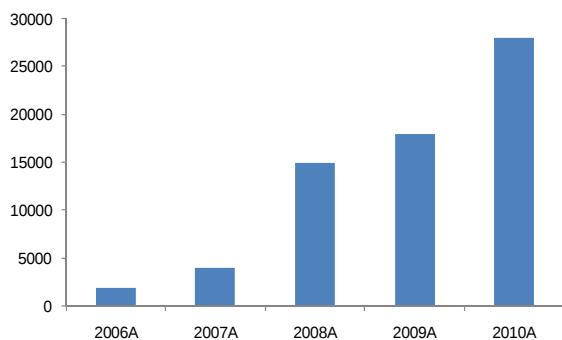
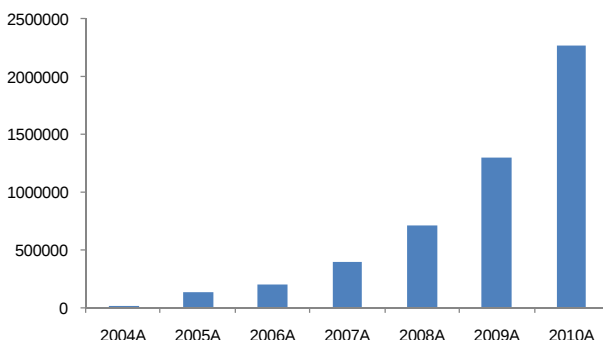


图 7：三大交易所历年期货交易额（单位：亿元）



资料来源：wind，信托业协会，证监会，中投证券研究所

- ✓ 3、专业机构竞争日趋激烈，不断刺激其系统需求，最终形成其对于能够提高效率的软件系统“人有我无则我必买”的局面。这一点从10年开始公司 O32 投资管理系统的热销可以看出，O32 系统是恒生基财事业部首个年合同毛利过亿元的产品，期待更多 O32 系统的出现。
- ✓ 4、转融通业务帮助 A 股市场解决融券来源问题后，个股的卖空时代真正到来。从美国经验来看，在其在卖空机制完善后，1950 年诞生了第

一支对冲基金，同时也促进了相对价值、股票多空、事件驱动等各种各样策略的产生，我们认为新的交易品种与交易策略的形成会带来新的系统需求，从长期看将是重大机遇。

■ **风险提示：**我们认为恒生最大的风险是现有一线管理层持股不足，同时老一代管理层减持力度较大。老一代管理层减持主要是套现投资于 PE 等项目，我们认为整个恒生的团队把公司最好的目标是明确的，否则根本不用去做 2.0 业务，因为 2.0 业务目前都是亏损的，降低 EPS，如果管理层单纯的以套现为目的，实际上守住 1.0 的恒生足以，对于恒生而言，天时地利都有了，独缺人和。

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	1721	2130	2741	营业收入	867	1123	1508	1927
现金	411	1253	1555	2049	营业成本	214	269	335	402
应收账款	85	112	151	193	营业税金及附加	31	34	45	58
其它应收款	12	17	23	29	营业费用	144	180	241	299
预付账款	2	3	3	4	管理费用	326	382	498	636
存货	192	267	333	400	财务费用	-1	-0	-10	-16
其他	188	68	65	65	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	709	186	251	316	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	390	0	45	95	投资净收益	16	10	10	10
固定资产	88	96	109	115	营业利润	156	269	409	558
无形资产	54	77	83	91	营业外收入	89	70	75	82
其他	177	13	13	15	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1599	1907	2381	3057	利润总额	244	338	483	639
流动负债	373	405	441	536	所得税	22	32	46	61
短期借款	34	0	0	0	净利润	222	306	438	579
应付账款	42	54	67	80	少数股东损益	3	4	6	8
其他	297	352	374	456	归属母公司净利润	219	302	432	571
非流动负债	142	143	144	146	EBITDA	175	283	416	562
长期借款	138	138	138	138	EPS (元)	0.35	0.48	0.69	0.92
其他	4	5	6	8	主要财务比率				
负债合计	516	549	586	682	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	92	96	102	110	成长能力				
股本	624	624	624	624	营业收入	18.8%	29.5%	34.3%	27.8%
资本公积	43	43	43	43	营业利润	-15.9%	72.8%	52.0%	36.4%
留存收益	324	595	1026	1597	归属于母公司净利润	6.3%	38.1%	42.9%	32.3%
归属母公司股东权益	991	1262	1693	2264	获利能力				
负债和股东权益	1599	1907	2381	3057	毛利率	75.3%	76.1%	77.8%	79.1%
现金流量表					净利率	25.2%	26.9%	28.6%	29.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	22.1%	23.9%	25.5%	25.2%
经营活动现金流	173	248	390	554	ROIC	159.9	130.8%	142.0	169.4%
净利润	222	306	438	579	偿债能力				
折旧摊销	20	14	16	20	资产负债率	32.3%	28.8%	24.6%	22.3%
财务费用	-1	-0	-10	-16	净负债比率	33.36	30.12%	23.61	20.26%
投资损失	-16	-10	-10	-10	流动比率	2.38	4.25	4.83	5.11
营运资金变动	-44	-79	-61	-36	速动比率	1.86	3.58	4.07	4.36
其它	-8	18	18	18	营运能力				
投资活动现金流	-367	632	-71	-76	总资产周转率	0.59	0.64	0.70	0.71
资本支出	12	25	30	25	应收账款周转率	8.54	8.77	8.82	8.63
长期投资	-328	-561	45	50	应付账款周转率	3.12	5.60	5.55	5.46
其他	-683	95	4	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	95	-38	-17	16	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.69	0.92
短期借款	34	-34	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.40	0.62	0.89
长期借款	86	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.59	2.02	2.71	3.63
普通股增加	178	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-14	0	0	0	P/E	45.70	33.08	23.16	17.51
其他	-189	-4	-17	16	P/B	10.09	7.92	5.90	4.41
现金净增加额	-98	842	302	494	EV/EBITDA	52	32	22	16

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