

证券研究报告

系统集成



分析师 张英娟
021-38565923
zhangyingjuan@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110002

推荐 (下调)

恒生电子 (600570)

股权激励稳定人才，夯实转型基础

2011 年 12 月 22 日

投资要点

事件:

恒生电子今日发布公告，公司董事会通过了《恒生电子股份有限公司 A 股股票期权计划（草案）》，基本内容如下：

- 1、公司拟向高级管理人员，中级管理技术人员，经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有重要影响的核心营销、技术和管理骨干，授予 1900 万股股票期权，行权价格 13.07 元/股，占激励计划公告日公司股本总额的 3.05%。股票来源包括：1) 控股股东杭州恒生电子集团有限公司为履行股改承诺而无偿赠与公司的 594.522 万股，2) 新增发行股票 1305.478 万股，占公告日公司股本总额的 2.09%。激励对象共有 298 人。
- 2、授予及行权业绩条件包括：1) 股票期权行权限制期内，以 2011 年为基准年，2012-2014 年扣除非经常性损益后的净利润增速分别不低于 20%、52%和 100%；2) 各年度净资产收益率不低于 16%；3) 2011 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润增速不低于 20%。

点评:

- **主业发展态势良好，激励对象行权可能性较大。**公司股权激励方案中重点提出授予条件-2011 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润增速不低于 20%。从公司经营情况来看，下游的订单增速较快，而制约 3 季度业绩的银行回款慢问题也已经得到较好的改善，略有不足的是依然高企的管理费用制约了净利润的快速增长。根据公司股权激励方案，综合比较公司近四年经营指标后，我们认为基于未来的增长预期，加上我们判断明年公司加薪的幅度较今年会有所下滑，公司此次提出的业绩条件实现的可能性较大，对公司员工可以起到较好的激励作用。

表 1、08-11 年公司业绩指标情况（单位：百万元，%）

期间	归属母公司净利润	YOY	扣除非经常性损益后 归属母公司净利润	YOY	净资产收益率
2008A	134.09	6.07%	139.78	113.51%	21.23%
2009A	205.61	53.34%	223.96	17.32%	25.43 %
2010A	218.67	6.35%	230.69	1.42%	22.07%
2011E	249.76	14.22%	288.36	25%	20.65%

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心，11 年数据为预测值

- **预期股权激励产生的期间费用对 2012 年的 EPS 影响在 0.05 元左右。**按照公司行权价格 13.07 元，授权价格 15.55 元估算，首期授予的会计总成本估算为 10415.5 万元，分 4 年摊销，2012-2015 年的股权激励费用分别为 3216.8 万元、4610.7 万元、1990.9 万元、597 万元，对 2012-2015 年 EPS 的影响范围预计在 0.05 元、0.07 元、0.03 元、0.01 元左右。
- **实际行权净资产收益率高于 18%。**公司行权业绩条件未来 3 年净资产收益率不低于 16%，假定增速是考虑期权费用后的净资产收益率，那么根据我们的测算，还原这部分费用后公司实际要实现的平均净资产收益率不低于 18%。
- **股权激励稳定人员基础，有利于公司战略转型：**股权激励对于以人为主的 IT 企业的激励效应要远高于普通制造类企业。最近 2 年是公司内部管理转型、业务转型、产品结构转型的阶段，我们认为此刻推出股权激励方案能够有效地解决核心业务骨干的激励问题，一旦实施股权激励，将会发挥公司核心骨干和员工的积极性与主动性，为公司未来三年的业务提升与战略转型打下坚实的基础。
- **盈利预测和投资评：**作为一家极具竞争优势的企业，伴随着金融创新的深化，公司的发展也将加快，而今随着公司战略路线逐渐清晰：满足大金融客户多层次的需求，提供从前端到后端的软件产品，再看长远，公司愿景成为全球领先的金融 IT 服务商，我们坚定看好公司的长期发展。不考虑投资收益与公允价值变动，考虑到营业税减免，给予公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.40 和 0.51 元的盈利预测，对应 2011、2012 年的动态 PE 为 28、22 倍，给予“推荐”评级。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	890	1127	1528	2064
货币资金	411	826	1216	1705
交易性金融资产	188	0	0	0
应收账款	85	96	115	144
其他应收款	12	14	16	21
存货	192	189	178	192
非流动资产	709	752	772	798
可供出售金融资产	134	134	134	134
长期股权投资	390	390	390	390
投资性房地产	37	37	37	37
固定资产	88	105	124	141
在建工程	0	10	15	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	54	55	61	65
资产总计	1599	1879	2300	2862
流动负债	373	402	458	536
短期借款	34	17	20	21
应付票据	6	4	4	4
应付账款	42	57	55	56
其他	291	324	380	455
非流动负债	142	175	221	276
长期借款	138	173	219	274
其他	4	2	2	2
负债合计	516	577	679	812
股本	624	624	624	624
资本公积	43	43	43	43
未分配利润	230	423	709	1094
少数股东权益	92	92	92	92
股东权益合计	1083	1302	1620	2050
负债及权益合计	1599	1879	2300	2862

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	219	250	319	430
折旧和摊销	20	15	20	24
资产减值准备	4	15	4	11
无形资产摊销	6	3	4	4
公允价值变动损失	-8	0	0	0
财务费用	-1	5	1	-1
投资损失	-16	-10	-10	-10
少数股东损益	3	0	0	0
营运资金的变动	-93	-24	-38	-18
经营活动产生现金流量	311	283	382	470
投资活动产生现金流量	-418	149	-39	-39
融资活动产生现金流量	59	-18	47	58
现金净变动	-47	415	390	489
现金的期初余额	491	411	826	1216
现金的期末余额	444	826	1216	1705

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	867	1009	1201	1503
营业成本	214	214	200	215
营业税金及附加	31	16	8	4
销售费用	144	159	194	223
管理费用	326	450	576	749
财务费用	-1	5	1	-1
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动	-8	0	0	0
投资收益	16	10	10	10
营业利润	156	172	228	319
营业外收入	89	103	123	154
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	244	275	350	472
所得税	22	25	32	43
净利润	222	250	319	430
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	219	250	319	430
EPS（元）	0.35	0.40	0.51	0.69

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.8%	16.4%	19.1%	25.1%
营业利润增长率	-15.9%	10.4%	32.6%	39.8%
净利润增长率	6.3%	14.2%	27.6%	34.7%
盈利能力(%)				
毛利率	75.3%	78.8%	83.3%	85.7%
净利率	25.2%	24.7%	26.5%	28.6%
ROE	22.1%	20.7%	20.9%	21.9%

偿债能力(%)

资产负债率	32.3%	30.7%	29.5%	28.4%
流动比率	2.38	2.80	3.33	3.85
速动比率	1.86	2.32	2.94	3.49

营运能力(次)

资产周转率	0.59	0.58	0.58	0.58
应收帐款周转率	8.54	8.47	8.55	8.75

每股资料（元）

每股收益	0.35	0.40	0.51	0.69
每股经营现金	0.28	0.45	0.61	0.75
每股净资产	1.59	1.94	2.45	3.14

估值比率（倍）

PE	32.09	28.10	22.01	16.34
PB	7.08	5.80	4.59	3.58

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。