业绩符合预期，新准则致收入增速放缓

——恒生电子(600570)2020 年业绩预告点评

买入|维持

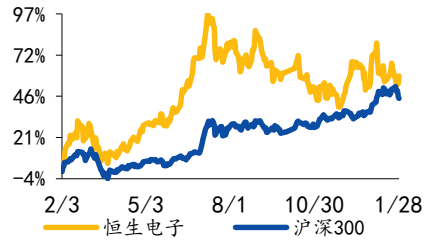
当前价/目标价：97.13 元/131.40 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	120.5 / 79.82
A 股流通股（百万股）：	1044.09
A 股总股本（百万股）：	1044.09
流通市值（百万元）：	101412.53
总市值（百万元）：	101412.53

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒生电子(600570.SH)2020 年三季报点评：合同负债大幅增长，实际经营情况良好》2020.11.02

《国元证券公司研究-恒生电子(600570.SH)：疫情影响有限，稳健成长无忧》2020.08.27

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

事件：

公司于 2021 年 1 月 28 日晚发布《2020 年年度业绩预告》。

点评：

- **2020 年实现归母净利润约 12.37 亿元，同比减少 12.66%**

根据公告，公司预计 2020 年实现归母净利润约为 123664 万元左右，同比减少约 17921 万元左右，同比减少约 12.66%左右；预计非经常性损益对净利润的影响金额约为 57513 万元左右，主要是 2020 年度合并报表范围变更转回处置收益、处置金融资产收益增加；预计扣非归母净利润约为 66151 万元左右，同比减少约 22836 万元左右，同比减少约 25.66%左右。根据国家财政部的要求，公司在 2020 年开始执行新收入准则，对自行开发研制的软件产品收入和定制软件收入，从原来的完工百分比法调整为在客户取得相关商品控制权时点确认收入，从而收入增速有所放缓。

- **《2020 年员工持股计划（草案）》发布，有望调动员工积极性和创造性**

2020 年 12 月 8 日晚，公司发布《2020 年员工持股计划（草案）》。本员工持股计划拟认购股份数不超过 1000 万股，占当前公司总股本的 0.96%。本次拟参加认购的员工总人数不超过 5500 人，其中拟参与认购员工持股计划的公司董事、监事和高级管理人员不超过 16 人，合计认购不超过 70.9 万股，占本员工持股计划总股份的 7.09%；其他员工不超过 5484 人，合计认购不超过 929.1 万股，占本员工持股计划总股本的 92.91%。本员工持股计划的股份来源为公司回购专用账户回购的股份，受让价格为 45.32 元/股，募集资金总额上限为 45320 万元。

- **全面实行股票发行注册制，增量 IT 需求有望逐步释放**

党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。这是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务。根据公司资料，在证券集中交易系统市场，公司的市占率是 50%，在基金投资交易系统市场，公司的市占率是 83%，在保险投资交易系统市场，公司的市占率是 92%，伴随着全面注册制的实行，证券、基金、保险等机构的相关 IT 系统都需要进行更新改造，公司凭借较高的市场占有率，有望充分受益。

- **投资建议与盈利预测**

伴随着中国资本市场的快速发展，金融 IT 行业已经迎来高成长周期，公司作为龙头厂商有望充分受益。预测公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，参考《2020 年年度业绩预告》，小幅调整归母净利润预测至 12.37（上调 0.33）、14.11（维持）、17.09（维持）亿元，EPS 为 1.18、1.35、1.64 元/股。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用 PS 估值方法较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍之间，行业将保持高景气，估值水平有望维持，给予公司 2021 年 25 倍的目标 PS，对应目标价为 131.40 元，维持“买入”评级。

- **风险提示**

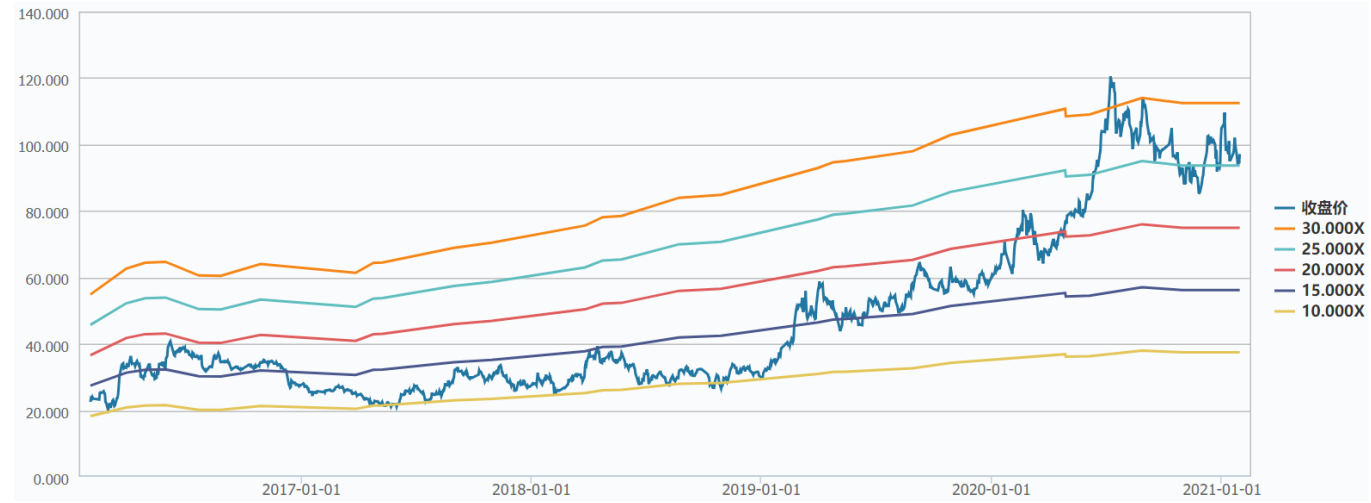
宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
收入同比(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
归母净利润(百万元)	645.37	1415.85	1236.64	1411.00	1708.59
归母净利润同比(%)	36.96	119.39	-12.66	14.10	21.09
ROE(%)	20.29	31.61	23.38	22.30	22.45
每股收益(元)	0.62	1.36	1.18	1.35	1.64
市盈率(P/E)	157.14	71.63	82.01	71.87	59.35

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：恒生电子过去 5 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2936.37	4542.48	5762.30	7176.84	8970.26
现金	566.50	1328.71	2021.04	3085.85	4516.15
应收账款	151.69	239.70	324.41	412.84	520.88
其他应收款	26.87	26.07	30.60	35.67	41.39
预付账款	13.31	10.25	12.35	13.57	15.21
存货	15.74	25.69	324.13	379.62	442.47
其他流动资产	2162.26	2912.06	3049.78	3249.29	3434.16
非流动资产	3279.98	3817.02	3795.79	3834.02	3888.04
长期投资	982.32	862.14	875.41	898.65	921.36
固定资产	292.55	490.43	594.46	616.09	628.38
无形资产	115.63	109.51	92.74	75.66	58.13
其他非流动资产	1889.48	2354.95	2233.18	2243.63	2280.17
资产总计	6216.35	8359.50	9558.10	11010.86	12858.29
流动负债	2717.98	3175.87	3560.39	3972.55	4534.87
短期借款	0.00	21.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	135.05	180.14	199.03	213.54	224.95
其他流动负债	2582.93	2974.73	3361.36	3759.01	4309.92
非流动负债	83.96	290.25	293.60	297.11	299.85
长期借款	0.00	202.19	202.19	202.19	202.19
其他非流动负债	83.96	88.06	91.41	94.92	97.66
负债合计	2801.94	3466.12	3853.99	4269.66	4834.72
少数股东权益	232.90	414.41	414.02	413.57	413.02
股本	617.81	803.15	1044.09	1044.09	1044.09
资本公积	402.72	472.12	472.12	472.12	472.12
留存收益	1979.20	3194.03	3764.06	4801.22	6082.99
归属母公司股东权益	3181.50	4478.96	5290.09	6327.64	7610.56
负债和股东权益	6216.35	8359.50	9558.10	11010.86	12858.29

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	937.08	1070.79	904.42	1249.94	1668.73
净利润	678.36	1415.41	1236.24	1410.54	1708.04
折旧摊销	65.80	69.77	91.01	112.07	129.48
财务费用	1.93	2.96	-22.86	-40.96	-65.91
投资损失	-256.70	-475.35	-249.76	-258.54	-267.92
营运资金变动	309.10	130.49	-202.12	-9.77	110.87
其他经营现金流	138.60	-72.50	51.91	36.60	54.17
投资活动现金流	-393.72	-244.04	211.55	147.36	121.33
资本支出	146.64	367.12	25.61	40.52	86.03
长期投资	305.81	92.54	48.67	101.93	87.64
其他投资现金流	58.72	215.63	285.84	289.81	295.00
筹资活动现金流	-486.81	-74.98	-423.65	-332.49	-359.77
短期借款	0.00	21.00	-21.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	202.19	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	185.34	240.94	0.00	0.00
资本公积增加	12.69	69.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-499.49	-552.91	-643.59	-332.49	-359.77
现金净增加额	64.40	755.69	692.33	1064.82	1430.29

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
营业成本	94.46	124.78	1092.97	1280.21	1490.71
营业税金及附加	43.44	46.93	55.18	64.76	75.67
营业费用	882.07	926.61	696.00	820.97	965.62
管理费用	446.01	486.15	345.45	407.19	477.96
研发费用	1404.67	1560.03	1623.74	1936.67	2201.69
财务费用	1.93	2.96	-22.86	-40.96	-65.91
资产减值损失	-131.08	-14.65	-15.92	-17.83	-19.67
公允价值变动收益	-23.40	134.68	30.25	27.62	25.68
投资净收益	256.70	475.35	249.76	258.54	267.92
营业利润	701.06	1528.25	1321.85	1507.90	1825.63
营业外收入	2.22	2.53	2.67	2.83	2.91
营业外支出	3.64	3.44	3.46	3.58	3.71
利润总额	699.65	1527.34	1321.06	1507.15	1824.83
所得税	21.29	111.93	84.81	96.61	116.79
净利润	678.36	1415.41	1236.24	1410.54	1708.04
少数股东损益	32.99	-0.44	-0.40	-0.45	-0.55
归属母公司净利润	645.37	1415.85	1236.64	1411.00	1708.59
EBITDA	768.79	1600.99	1389.99	1579.01	1889.20
EPS（元）	1.04	1.76	1.18	1.35	1.64

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
营业利润(%)	51.27	117.99	-13.51	14.08	21.07
归属母公司净利润(%)	36.96	119.39	-12.66	14.10	21.09
获利能力					
毛利率(%)	97.11	96.78	76.43	76.67	76.95
净利率(%)	19.78	36.57	26.67	25.71	26.42
ROE(%)	20.29	31.61	23.38	22.30	22.45
ROIC(%)	104.43	107.95	89.32	112.63	169.70
偿债能力					
资产负债率(%)	45.07	41.46	40.32	38.78	37.60
净负债比率(%)	2.14	6.44	5.25	4.74	4.18
流动比率	1.08	1.43	1.62	1.81	1.98
速动比率	1.07	1.42	1.52	1.70	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.52	0.53	0.54
应收账款周转率	9.20	9.97	9.14	8.38	7.80
应付账款周转率	1.06	0.79	5.77	6.21	6.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.36	1.18	1.35	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.03	0.87	1.20	1.60
每股净资产(最新摊薄)	3.05	4.29	5.07	6.06	7.29
估值比率					
P/E	157.14	71.63	82.01	71.87	59.35
P/B	31.88	22.64	19.17	16.03	13.33
EV/EBITDA	124.22	59.65	68.71	60.48	50.55

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188