



恒生电子

恒生网络受到监管机构行政处罚

公司动态

公司近况

子公司恒生网络被监管机构认定为非法经营证券业务，并处以行政处罚。处罚方式为没收公司 1.33 亿元所得收入，并处以 3.99 亿元罚款。公司两位高级管理人员也受到警告及罚款的处罚。

评论

处罚结果将对恒生电子全年业绩产生重大影响，母公司全年可能难以盈利。恒生电子目前直接或通过员工持股平台间接持有恒生网络 88.6% 的股权，监管机构对恒生网络的处罚影响最终或将全部转移至母公司恒生电子。如果该行政处罚在 2015 年完成执行，在合计 5.32 亿元处罚结果影响下，恒生电子全年将难以维持盈利。

本次处罚将影响公司互联网金融生态，创新业务发展步伐或将放缓。证监会的处罚公告披露恒生网络公司非法所得收入为 1.33 亿元，我们判断此即为 HOMS 平台与场外配资有关的业务收入。公司上半年互联网金融业务共实现 3.2 亿元收入，主要收入贡献来源于 HOMS 平台与数米基金网，其他互联网金融创新业务收入贡献占比相对较低。数米基金网已经不再并表，HOMS 业务今后也将难以继续产生重大收入贡献，创新业务的快速增长将难以为继。作为公司吸引中小私募机构的重要工具产品，HOMS 平台是恒生互联网金融生态圈最重要的组成部分之一，其不确定性也将影响到公司其他创新业务的市场推广速度。

传统 IT 业务受影响较为有限，依然可受益于下游客户需求的增加。公司在传统金融 IT 领域占据十分领先的市场地位，相关产品已经获得众多客户的充分认可。传统 IT 业务在客户定位、业务模式等方面与 HOMS 均存在较大差异，因此本次处罚对公司传统业务影响较为有限。在下游行业竞争加剧导致 IT 需求增加的环境下，公司依然可充分受益并维持较为迅速的发展。

估值建议

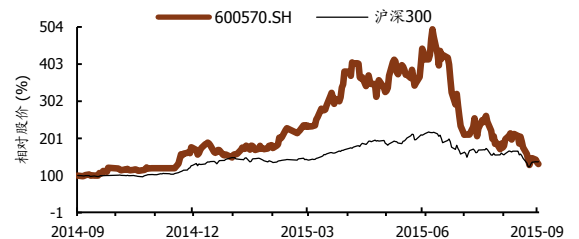
考虑到行政处罚结果的直接影响，以及对公司其他创新业务有可能产生的间接负面影响，我们将公司 2015~2017 年 EPS 分别下调 100%/3.8%/7.9% 至 0.00 元/1.00 元/1.39 元。维持“中性”评级，下调目标价 35.9% 至 45 元，对应 2016 年 45 倍 P/E。

风险

板块估值回调；行业监管趋严；金融机构 IT 投入不及预期。

维持中性

股票代码	600570.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 45.69
目标价	人民币 45.00
52 周最高价/最低价	人民币 179.80~33.61
总市值(亿)	人民币 282
30 日日均成交额(百万)	人民币 2,621.81
发行股数(百万)	618
其中：自由流通股(%)	67
30 日日均成交量(百万股)	42.71
主营行业	软件及服务



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,211	1,422	2,017	2,581
增速	20.3%	17.5%	41.8%	28.0%
归属母公司净利润	323	361	-3	617
增速	61.8%	11.5%	-100.7%	N.M.
每股净利润	0.52	0.58	0.00	1.00
每股净资产	2.67	3.10	2.92	3.92
每股股利	0.15	0.18	0.00	0.31
每股经营现金流	0.64	0.99	-0.03	1.03
市盈率	87.3	78.3	N.M.	45.8
市净率	17.1	14.7	15.7	11.7
EV/EBITDA	75.6	68.7	N.M.	39.9
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.7%
平均总资产收益率	15.4%	13.4%	-0.1%	16.5%
平均净资产收益率	21.7%	20.2%	-0.1%	29.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

卢婷

分析师

ting.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513090003

SFC CE Ref: BCG257

赵国进

分析师

guojin.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515080006



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	1,211	1,422	2,017	2,581	营业收入	20.3%	17.5%	41.8%	28.0%
营业成本	220	90	272	350	营业利润	235.8%	-14.5%	99.8%	44.1%
营业税金及附加	32	20	52	67	EBITDA	61.1%	9.5%	-95.3%	3550.1%
营业费用	212	357	353	439	净利润	61.8%	11.5%	-100.7%	N.M.
管理费用	573	801	1,032	1,283	盈利能力				
财务费用	-4	-9	-8	-11	毛利率	81.8%	93.7%	86.5%	86.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	15.2%	11.1%	15.6%	17.5%
营业利润	184	157	314	453	EBITDA 利润率	30.6%	28.5%	0.9%	26.8%
营业外收支	187	221	750	232	净利润率	26.7%	25.4%	-0.1%	23.9%
利润总额	368	386	17	693	偿债能力				
所得税	28	31	1	56	流动比率	2.60	2.02	1.49	1.69
少数股东损益	17	-5	18	21	速动比率	2.48	1.96	1.35	1.54
归属母公司净利润	323	361	-3	617	现金比率	0.62	0.57	0.21	0.53
EBITDA	371	406	19	692	资产负债率	24.6%	32.8%	40.9%	38.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	341	522	272	812	回报率分析				
应收账款及票据	181	210	375	480	总资产收益率	15.4%	13.4%	-0.1%	16.5%
预付款项	4	7	9	12	净资产收益率	21.7%	20.2%	-0.1%	29.2%
存货	68	57	174	224	每股指标				
其他流动资产	834	1,065	1,065	1,065	每股净利润 (元)	0.52	0.58	0.00	1.00
流动资产合计	1,427	1,861	1,895	2,593	每股净资产 (元)	2.67	3.10	2.92	3.92
固定资产及在建工程	160	245	328	399	每股股利 (元)	0.15	0.18	0.00	0.31
无形资产及其他长期资产	211	594	586	579	每股经营现金流 (元)	0.64	0.99	-0.03	1.03
非流动资产合计	911	1,170	1,385	1,589	估值分析				
资产合计	2,339	3,031	3,281	4,182	市盈率	87.3	78.3	N.M.	45.8
短期借款	0	0	0	0	市净率	17.1	14.7	15.7	11.7
应付账款及票据	299	455	612	691	EV/EBITDA	75.6	68.7	N.M.	39.9
其他流动负债	250	465	659	844	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.7%
流动负债合计	549	920	1,271	1,535					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	23	69	70	70					
负债合计	575	995	1,341	1,605					
股东权益合计	1,650	1,916	1,802	2,419					
少数股东权益	113	120	138	158					
负债及股东权益合计	2,339	3,031	3,281	4,182					
现金流量表									
净利润	323	361	-3	617					
折旧和摊销	23	23	28	30					
营运资本变动	-122	-351	-66	-106					
其他	23	1	-8	-11					
经营活动现金流	398	614	-18	633					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	324	363	129	104					
投资活动现金流	-324	-363	-129	-104					
股权融资	1	0	0	0					
银行借款	16	30	0	0					
其他	-106	-101	-103	11					
筹资活动现金流	-89	-71	-103	11					
汇率变动对现金的影响	-2	-1	0	0					
现金净增加额	-16	179	-250	540					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，聚焦于财富资产管理，致力于为证券、银行、基金、期货、信托、保险、私募等金融机构提供整体的解决方案和服务。公司还同时通过与互联网公司的合作为个人投资者提供财富管理工具。

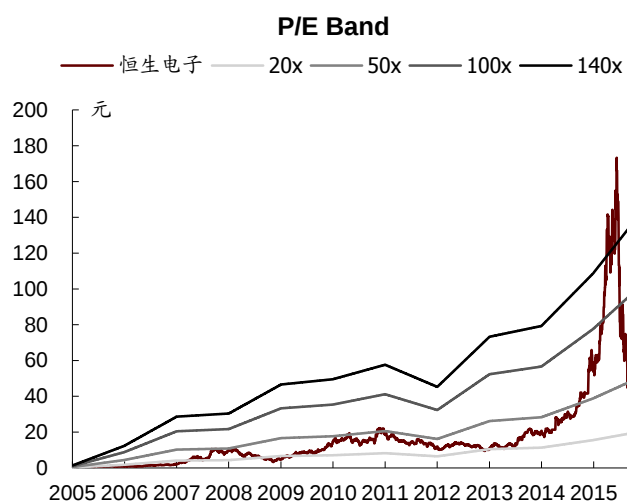


图表 1: 恒生电子可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
金融 IT 及互联网金融行业										
大智慧	601519.SH	8.66	172	172	0.05	0.32	0.45	173	27	19
同花顺	300033.SZ	38.79	209	102	0.23	0.94	2.61	169	41	15
银之杰	300085.SZ	25.88	136	64	0.11	0.18	0.34	235	144	76
安硕信息	300380.SZ	39.00	54	19	0.56	0.31	0.38	70	126	103
长亮科技	300348.SZ	41.50	59	23	0.67	0.53	0.98	62	78	42
信雅达	600571.SH	39.01	79	79	0.55	0.70	0.85	71	56	46
中科金财	002657.SZ	46.20	146	76	0.49	0.54	0.71	94	86	65
金证股份	600446.SH	101.55	281	270	0.58	0.82	1.10	175	124	92
恒生电子	600570.SH	45.69	282	282	0.59	0.00	1.00	77	---	46
均值								125	85	56
中位数								94	82	46
计算机行业其他公司										
东方国信	300166.SZ	18.13	102	62	0.25	0.42	0.56	73	43	32
新大陆	000997.SZ	17.49	164	160	0.29	0.45	0.56	60	39	31
用友网络	600588.SH	24.00	350	335	0.47	0.42	0.45	51	57	53
太极股份	002368.SZ	65.52	272	237	0.71	0.91	1.15	92	72	57
均值								69	53	43
中位数								66	50	43

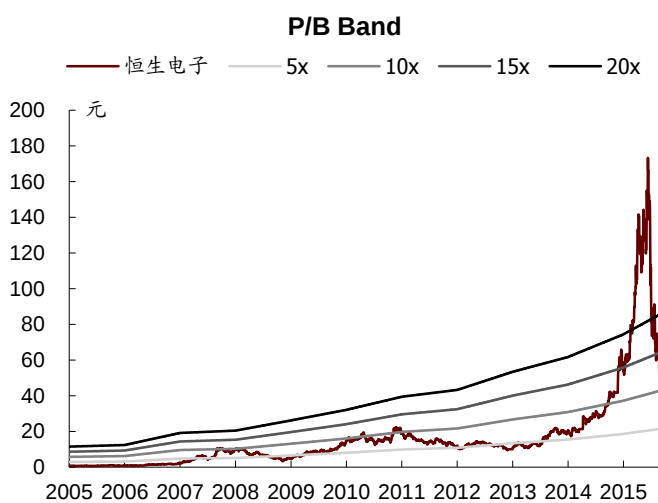
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: P/E Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

