

恒生电子

2016 年料将继续寻找新的可持续增长引擎

仍在寻找 HOMS 之后的新“杀手级应用”

2015 年公司互联网业务收入同比增长 358%，达到 4.44 亿元，但 72% 左右的收入来自上半年。我们认为这些收入主要由基于云的对冲基金大宗经纪服务平台 HOMS 贡献。该平台被禁后，公司需要找到新的“杀手级应用”。我们认为这并不容易，因为 A 股市场今年以来交易额同比下滑幅度很大，金融机构在 IT 投资和金融创新方面也更加谨慎。我们预计 2016 年公司互联网业务收入将减少 50% 以上。

资本市场 IT 领域主要竞争对手带来更激烈的竞争

公司曾在国内资本市场 IT 解决方案领域处于主导位置，特别是在买方客户中间。但近几年主要竞争对手不断拉近和公司的距离，所获新合同已经超过公司。同时，在某些特定领域公司已经不再是龙头企业。我们认为今后几年公司的市场份额将继续流失。

和蚂蚁金服的合作需明朗化

2015 年 6 月蚂蚁金服成为公司最大股东，并在 2016 年 1 月获得公司 8 个董事席位中的 4 个。我们发现，双方的合作到目前为止都基本属于战略和资本层面，而非日常业务。我们认为双方的协同效应不清晰，原因是它们面对的客户群不同，而且营销活动基本上也相互独立。因此，我们认为今后几年此项合作对公司收入的贡献有限。

估值：维持“卖出”评级，目标价 30.25 元

我们认为目前市场对公司增长潜力的看法过于乐观。在我们看来，公司 2016 年的表现可能令人失望，原因是不利的市场环境将影响收入增长，而 HOMS 平台被禁后的新产品开发和推广可能使费用上升。我们最新预测的 2016 年每股收益提高了 9%，原因是收入预期上升，但费用增长使 2017/2018 年每股收益预期下降了 6%/4%。维持“卖出”评级和 30.25 元的目标价（基于贴现现金流估值模型，WACC=8.9%）。

Equities

中国
软件业

12 个月评级 **卖出**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb30.25**

股价 **Rmb52.63**

路透代码: 600570.SS 彭博代码 600570 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb173.27-34.81

市值 Rmb32.8 十亿/US\$5.04 十亿

已发行股本 624 百万 (ORDA)

流通股比例 71%

日均成交量(千股) 40,712

日均成交额(Rmb 百万) Rmb2,148.4

普通股股东权益 (12/16E) Rmb2.63 十亿

市净率 (12/16E) 12.3x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/16E	0.46	0.51	9	0.91
12/17E	0.74	0.70	-6	1.26
12/18E	1.02	0.98	-4	1.73

裴培

分析师

S1460515090001

archibald.pei@ubssecurities.com

+86-105-832 8845

吴伟华

研究助理

dennis.wu@ubssecurities.com

+86-021-3866 8816

重要数据 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	1,211	1,422	2,226	2,104	2,544	2,985	3,480	3,966
息税前利润(UBS)	180	148	263	55	144	297	450	588
净利润 (UBS)	323	361	454	314	430	603	770	925
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.52	0.58	0.73	0.51	0.70	0.98	1.25	1.50
每股股息 (Rmb)	0.16	0.18	0.26	0.15	0.24	0.39	0.50	0.60
现金 / (净债务)	325	492	303	254	690	1,216	1,612	2,245
盈利能力和估值	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
息税前利润率(%)	14.9	10.4	11.8	2.6	5.7	9.9	12.9	14.8
ROIC (EBIT) (%)	30.3	18.9	32.7	6.1	15.2	34.1	49.4	59.9
EV/EBITDA(core)x	43.9	>100	>100	>100	>100	88.1	59.9	44.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	30.0	54.9	■	■	■	■	■	■
率 %	1.5	1.4	1.7	(0.2)	1.0	1.4	1.2	2.0
净股息收益率(%)	1.0	0.6	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2016 年 05 月 11 日 23 时 54 分的股价(Rmb52.63)得出。

关键问题

问：公司能在资本市场变得不那么有利后找到新的“杀手级应用”吗？

不太可能。在熊市中，金融机构对 IT 投资的态度往往会变得更加谨慎，而且会推迟大型 IT 项目。由于监管更加严格，它们在进行金融创新时也将变得更加保守。

[更多](#) →

问：公司在资本市场 IT 解决方案领域的份额将会上升还是下降？

下降。来自主要对手金证股份的竞争越发激烈，而且公司的技术优势也不再明显。因此，我们预计到 2018 年公司在资产管理公司/券商中的市场份额将下滑到 60%/40% 左右。

[更多](#) →

问：和蚂蚁金服结为合作伙伴能否产生协同效应并使今后三年的收入增长 10% 以上？

我们认为不会。公司和控股股东蚂蚁金服的合作基本上一直都处于资本和战略层面。蚂蚁金服的重点是个人和中小企业客户，和公司的客户群体截然不同，因此我们仍持保守态度。

[更多](#) →

瑞银证券观点

公司是面向资本市场机构的领先 IT 解决方案供应商。但 A 股市场回落后公司的增长陷入停滞。公司的市场份额正在流向竞争对手，监管部门还向公司基于云的 HOMS 解决方案发出禁令。我们认为公司将经历痛苦的转型期，随后才能找到新的“杀手级应用”。和蚂蚁金服的合作短期内也无法贡献多少收入。

论据

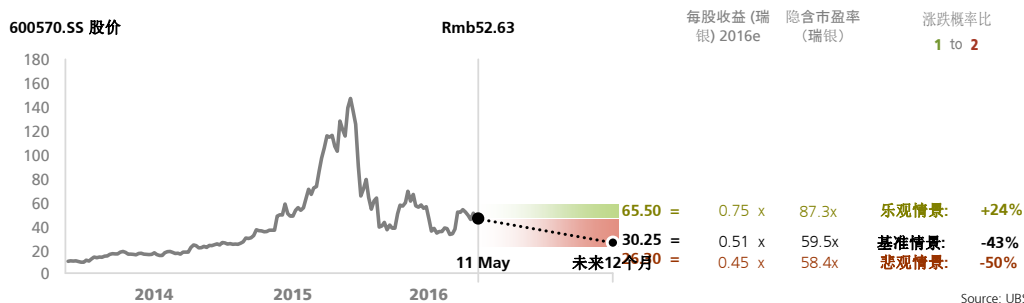
公司 2016 年 1 季度收入增速 (22.9%) 远低于上年同期 (35.9%)，销售管理费用率则上升 (从 89% 升至 95%)，这表明公司正在努力寻找类似于 HOMS 的新产品。不过，2015 年 7 月 HOMS 被禁后公司一直没有推出新产品。同时，我们的渠道调查显示，就资本市场 IT 解决方案而言，金证股份正在迅速追赶上来，而且在某些特定领域的份额已经超过公司。

什么已反映在股价中？

市场对恒生电子 2.0 业务的发展相当乐观 ...

[更多](#) →

乐观/悲观情景分析



价值影响因素	互联网业务销售额 CAGR, 2016-18E	资本市场业务 CAGR, 2016-18E	EBIT 利润率(2018E)
乐观情景估值 65.5 元	50.0%	20.3%	28.5%
目标价 30.25 元	-15.4%	16.2%	15.8%
悲观情景估值 26.3 元	-20%	13.0%	12.5%

来源: 瑞银

[更多](#) →

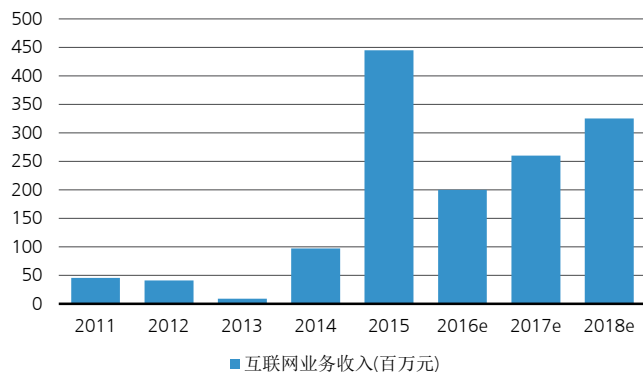
公司背景

恒生电子是中国最大的面向金融行业的 IT 解决方案提供商 (主要的客户包括证券公司, 公募基金, 私募基金, 保险公司等)。公司的资产管理软件和交易系统软件被金融机构广泛采用。同时, 公司旗下还有金融信息服务和互联网金融相关业务子公司。恒生电子的实际控制人是阿里巴巴集团的主席马云。

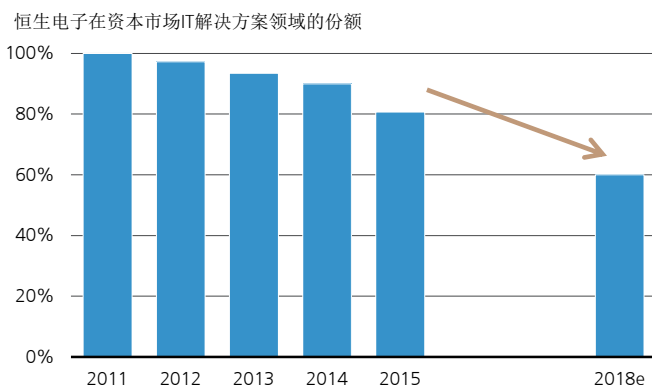
[更多](#) →

图示主题

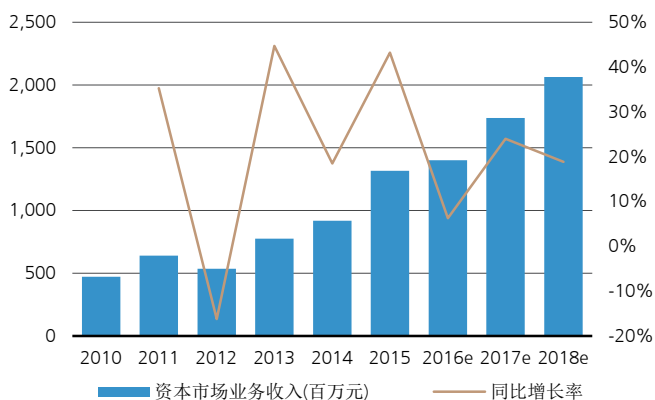
[返回](#) ↑



HOMS 平台被禁后公司或许无法找到新的“杀手级应用”，这可能影响公司的互联网业务收入



资本市场 IT 解决方案业务也面临更激烈的竞争，市场份额可能继续流失



我们预计 2015-2018 年公司资本市场 IT 解决方案业务的年均复合增长率为 16%



公司估值相当高，原因是市场对公司 2.0 业务的发展非常乐观

上述图表来源: 公司数据, 瑞银研究

关键问题

[返回](#) ↑**问: 公司能在资本市场变得不那么有利后找到新的“杀手级应用”吗?****瑞银证券观点**

不太可能。在熊市中，金融机构对 IT 投资的态度往往会变得更加谨慎，而且会推迟大型 IT 项目。由于监管更加严格，它们在进行金融创新时也将变得更加保守。

论据

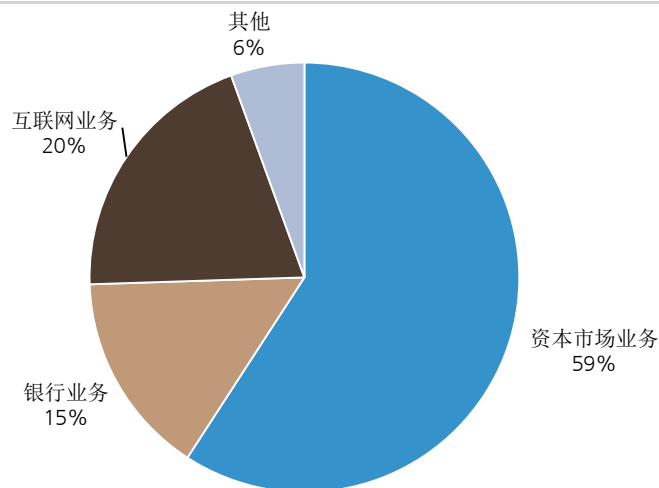
和 2015 年的峰值相比，今年以来 A 股成交量大幅下滑。尽管市场已经降温，但 HOMS 平台还是被禁，这表明监管部门对金融创新依然态度谨慎。公司一直在努力开展 HOMS 以外的其他基于互联网的业务，比如金融数据服务和拥有互联网金融业务的 IT 系统等，但实际情况表明，还没有哪项业务取得了成功。

什么已反映在股价中?

我们认为，市场对公司基于互联网的业务（2.0 甚至是 3.0 业务）仍有非常高的预期，而且相信公司能开发出新产品或者找到其他创新业务模式，从而推动收入增长，就像 2015 年上半年的 HOMS 平台一样。

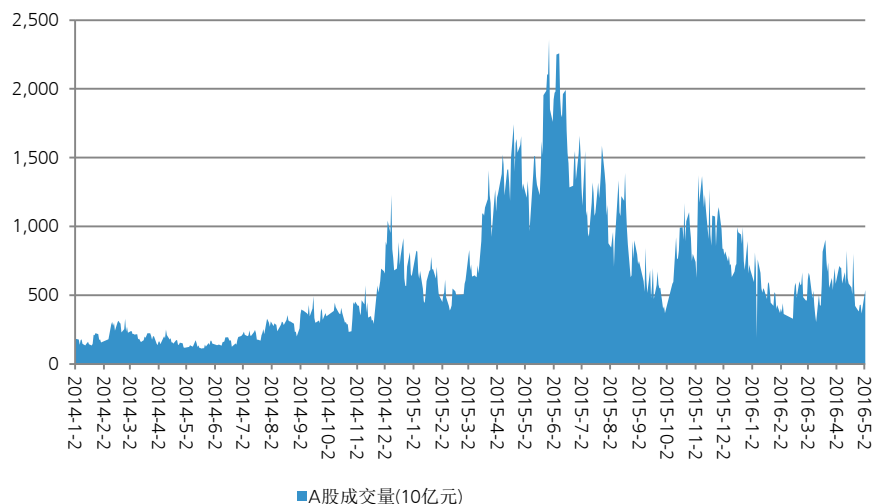
不太可能在不那么有利的资本市场中找到新的“杀手级应用”

公司将业务部门划分为银行、资本市场、互联网和其他，并将业务模式分为 1.0 业务和 2.0 业务。1.0 指传统软件业务，向客户收取授权费以及维护/升级服务费。2.0 指基于互联网的业务。目前公司的 2.0 业务收入大多来自互联网部门。

图表 1: 恒生电子收入结构（2015 年）

我们认为，监管部门对 HOMS 平台发出禁令后，公司很难找到另外一种新的“杀手级应用”，至少短期内是这样。首先，今年以来，市场成交量大幅下降，市场参与者也变少了。我们认为，在这种市场环境下金融机构往往会减少 IT 投资或推迟大型 IT 项目。其次，相对低迷的市场还会让金融机构在创新方面变得更加保守。最后，熊市降低了投资者以及证券公司经纪业务的参与程度，而前者的参与和 iTN 平台等公司新业务的成功联系紧密。

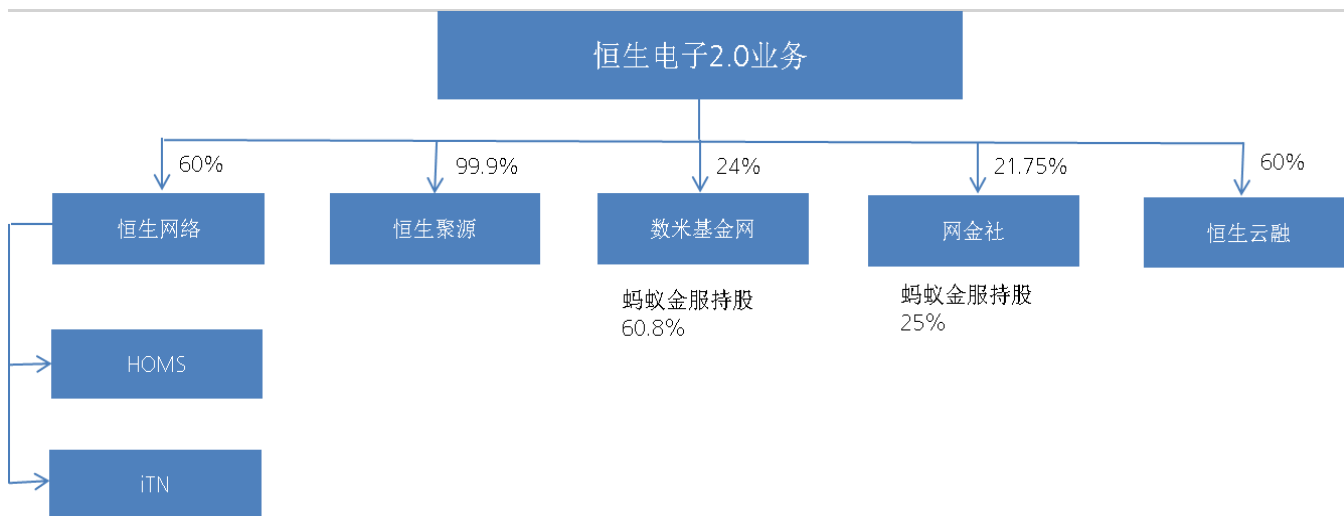
图表 2: A 股日均成交量



来源: Wind

公司于 2011 年启动 2.0 业务，后者以互联网为基础，而非传统的本地软件业务。该项业务有两款产品，分别是数米基金网（fund123.cn）和推哦网（twioo.com）。数米基金网为开放式基金在线销售平台，推哦网是投资者在线社区。2012 年公司推出了 HOMS 平台，这是一种为对冲基金提供投资管理、账户管理、风险管理以及其他相关功能的 IT 系统。除了 HOMS，公司还针对金融机构（主要是证券公司）推出了基于互联网的 IT 解决方案（iTN），以帮助金融机构开展在线业务。2013 年，公司成立了囊括恒生聚源（金融数据服务）、HOMS 和数米基金网的互联网业务集团。2015 年，公司将数米基金网的控股权转让给了蚂蚁金服，并且成立了恒生聚源和网金社（Wjs.com）两家公司。恒生聚源由公司持有多数股份，主要为互联网金融业务提供 IT 解决方案。网金社是在线金融资产交易平台，公司持有 21.75% 的股份，其他股东包括蚂蚁金服和中国投融资担保股份有限公司等。在所有新业务中，HOMS 曾是最成功的一个，这主要得益于 A 股的强劲走势以及该平台采用的先进技术。

图表 3: 恒生电子 2.0 业务



来源: 公司报告

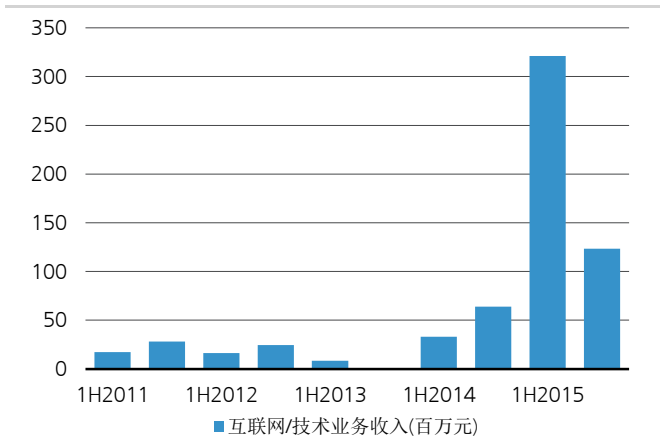
2010 年以来，尽管公司一直在设法探寻新的业务模式，但 2.0 业务的收入一直不高，直到 2014 年下半年才有改观，主要贡献来自 HOMS 平台。如上所述，公司在 2012 年推出 HOMS，从 2013 年开始将其改造为基于云的平台。HOMS 用户可以在一个基金账户下创建子账户，并可由不同的交易员用这些子账户同时进行交易；基金经理还可以监督子账户的交易，向子账户划拨资金并为子账户设定交易条件。公司推出的另一个平台把对冲基金和各种经销渠道连在了一起，从而帮助对冲基金更有效地筹集资金。就业务模式而言，公司推出了三种收费模式，一是年度授权费加增值服务费，二是按管理资产向客户收费，三是根据 HOMS 平台上的交易量向客户收费，这种模式最受小型对冲基金欢迎。

HOMS 推出后，对冲基金客户对其功能给予高度评价。同时，该系统非常稳定和灵活。但尽管如此，客户群体并未非常迅速地增长，主要原因是 2012-2013 年 A 股市场的表现并不好。

2014 年 3 季度 A 股启动牛市行情后局面发生了转变。许多新基金成立，从而大幅扩张了 HOMS 的客户群体，用户数量从 2014 年 10 月的 300 家左右快速增至 2015 年 2 月的 500 家，管理资产也翻了一番。随着股指直线上升，投资者对市场的看法变得非常乐观，包括散户在内的许多投资者都想借助杠杆来提升回报。因此，一些 P2P 公司开始利用 HOMS 的子账户功能向投资者放贷，以便他们建仓。中国证券业协会披露，截至 2015 年 7 月，HOMS 管理的净资产为 4400 亿元，平均杠杆率约为 300%，也就是说该平台的客户资产总额为 1.3 万亿元。

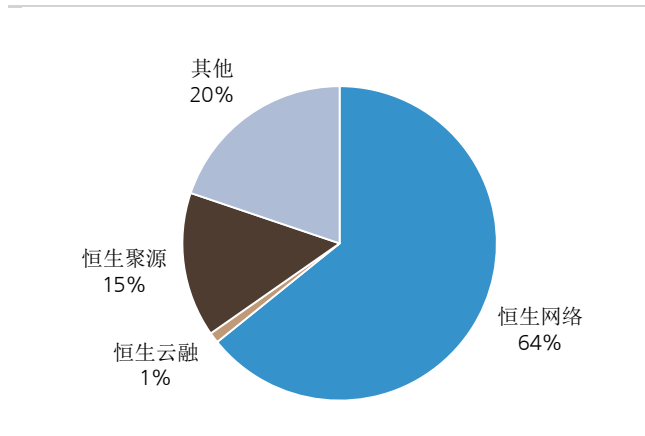
许多新闻报道都指出，HOMS 允许客户在不受监管的情况下使用很高的杠杆，从而刺激了投机，造成 A 股波动加剧。因此，证监会去年 7 月要求所有证券公司禁止 HOMS 连接其交易系统，这就相当于终结了这个创新型 IT 解决方案。

图表 4: 恒生电子互联网/技术业务收入走势



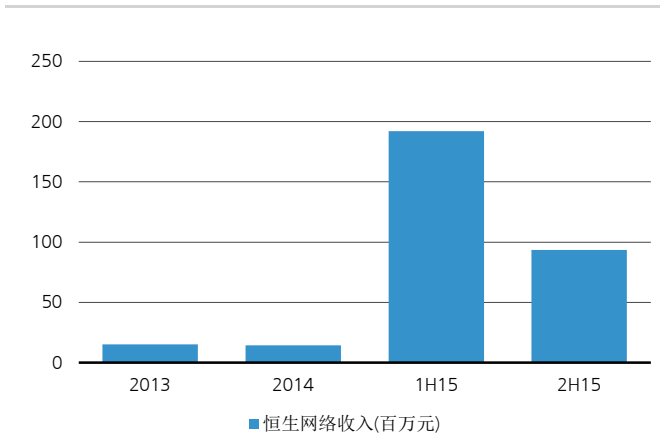
来源: 公司报告

图表 5: 恒生电子互联网/技术业务收入结构 (2015 年)



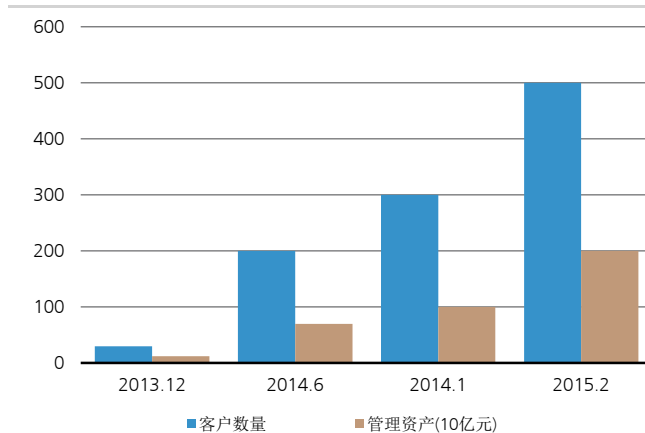
来源: 公司报告

图表 6: 恒生网络收入走势



来源: 公司报告

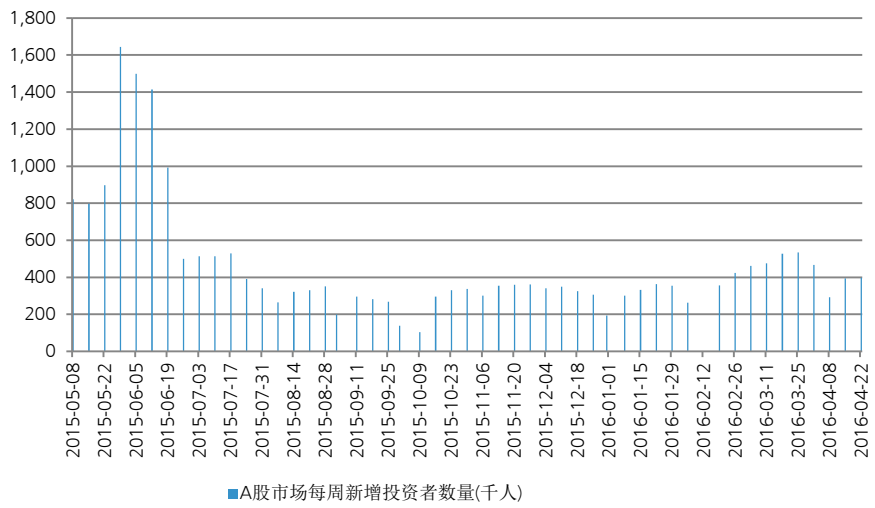
图表 7: HOMS 客户群体



来源: 公司报告

和 HOMS 类似，我们认为对公司面向券商的互联网 IT 解决方案（iTN）来说，其成功同样和市场行情以及参与程度高度相关。总的来说，iTN 是一个平台，作用是帮助证券公司连接其他互联网平台，比如支付宝和新浪金融等。这样，券商就可以利用这些互联网平台来扩展其经纪业务，或者销售其他金融产品。我们认为在不那么有利的市场中，公司很难让这项业务实现增长，原因包括：1）尽管这些互联网平台的用户群体很大，但其中对券商有价值的用户占比有限。有些用户已经有了证券账户，还有一些对投资没有兴趣，或者持有非常有限的投资资金；2）在熊市中，有价值的客户可能会更少，因为人们没有进入市场的动力，金融机构通过公司的平台来发现新客户的兴趣也会随之减弱；3）和 HOMS 不同的是，iTN 还没有清晰的业务，其前景因而仍不明朗。

图表 8: A 股市场每周新增投资者



来源: Wind

关键问题

[返回 ↑](#)

问: 公司在资本市场 IT 解决方案领域的份额将会上升还是下降?

瑞银证券观点

下降。来自主要对手金证股份的竞争越发激烈，而且公司的技术优势也不再明显。因此，我们预计到 2018 年公司在资产管理公司/券商中的市场份额将下滑到 60%/40% 左右。

论据

近年来，金证股份在新成立的开放式基金中的市场份额不断上升。2015 年有 15 只开放式基金成为金证股份的客户，而公司的开放式基金客户增速为个位数。目前，公司在开放式基金中的市场份额已从 2011 年的 100% 左右降至约 80%。

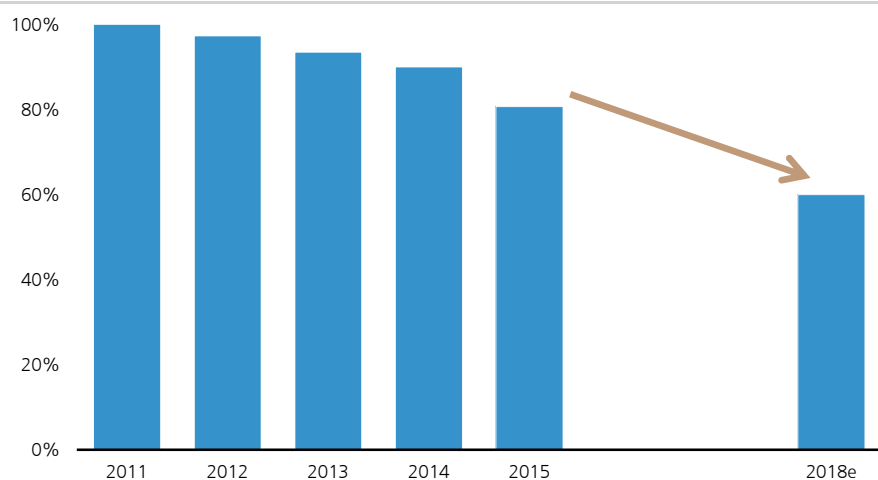
什么已反映在股价中?

我们认为，市场已经意识到公司在资本市场 IT 解决方案领域的份额正在逐渐流失，原因是公司和金证股份都得到了投资者的很大关注。我们和投资者的交流显示，他们更关注公司基于互联网的业务动向。

主要竞争对手在资本市场 IT 解决方案领域不断追赶上来

我们估算，截至 2015 年公司在开放式基金和银行理财客户中的市场份额约为 80%，在券商中的份额约为 50%。展望未来，我们认为到 2018 年公司在券商中的份额将降至 40% 左右，在资产管理领域的份额将降至 60%。

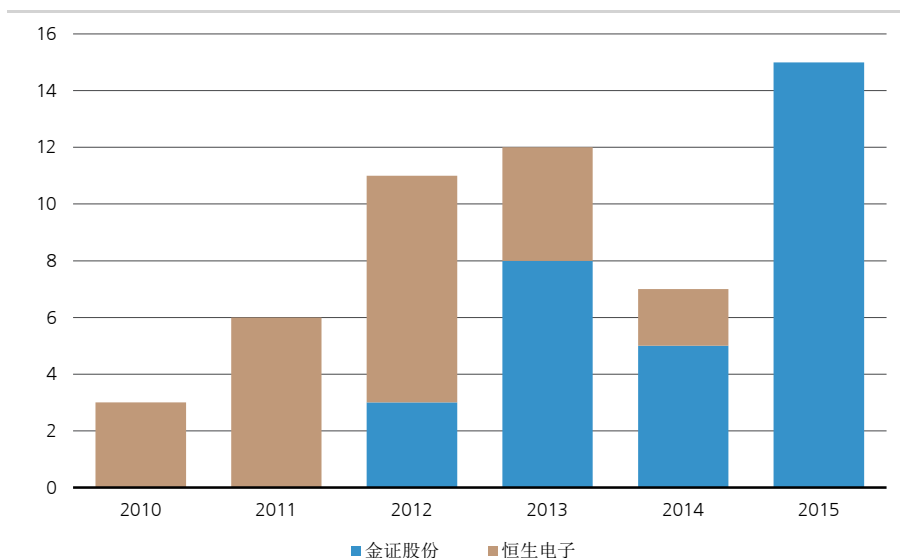
图表 9: 恒生电子在资产管理 IT 系统领域的市场份额



来源: 公司报告, 瑞银证券估算

公司是国内领先的资本市场 IT 解决方案供应商，其交易和证券投资管理软件同时得到了买方和卖方机构的广泛使用。国内资本市场 IT 解决方案行业非常集中，只有公司和金证股份两大参与者。公司在这个领域曾拥有无可匹敌的竞争优势，特别是在资产管理方面。2012 年以前，几乎所有开放式基金都使用公司的产品，包括集成 IT 系统、交易系统、证券投资管理系统等。然而，近年来金证股份追赶了上来，特别是在开放式基金市场。2013-2015 年，金证股份的开放式基金客户分别增加了 8 只、5 只和 15 只，远高于公司。

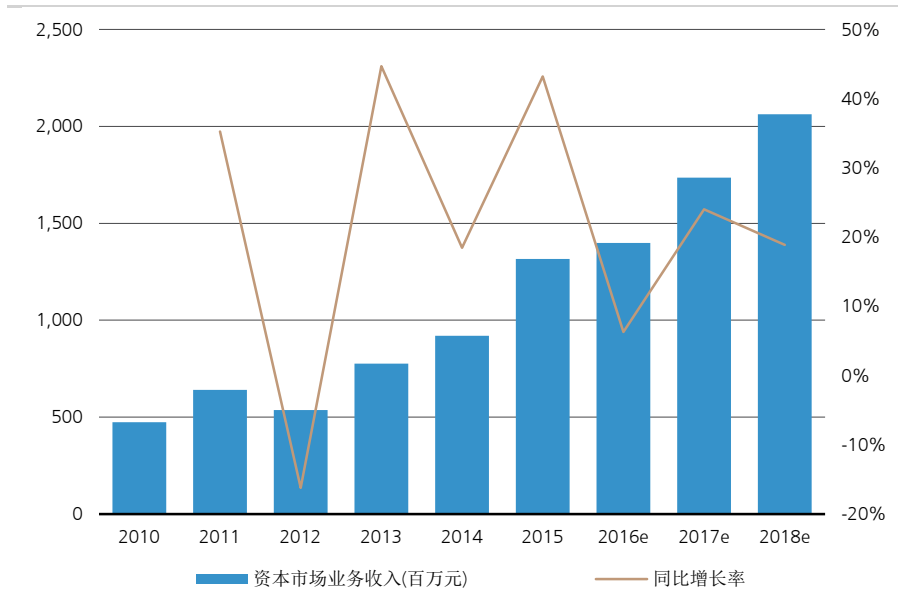
图表 10: 恒生电子和金证股份新增基金管理客户数量



来源: 公司报告、瑞银证券估算

通常，金融行业客户在选择 IT 系统供应商方面较为谨慎，也就是说它们选定后一般不会再转向其他供应商。同时，由于客户需求基本相同，历史记录在客户决策过程中的作用非常重要。我们的渠道调查显示，金证股份的产品价格和公司相仿。近年来，金证股份的新增客户数量一直比公司多，这显然说明越来越多的开放式基金开始接受金证股份的产品，其质量已经可以和公司的产品抗衡。因此，我们认为公司的领先市场位置可能继续面临金证股份的挑战，公司的市场份额也会逐步流向后者，这将影响公司在资本市场领域的收入增长。我们估算，目前买方客户占公司资本市场业务收入的 35%-40% 左右，2015-2018 年公司资本市场业务收入的年均复合增长率约为 16%。

图表 11: 恒生电子资本市场业务收入走势



来源: 公司报告、瑞银证券估算

关键问题

[返回 ↑](#)

问: 和蚂蚁金服结为合作伙伴能否产生协同效应并使今后三年的收入增长 10% 以上?

瑞银证券观点

我们认为不会。公司和控股股东蚂蚁金服的合作基本上一直都处于资本和战略层面。蚂蚁金服的重点是个人和中小企业客户，和公司的客户群体截然不同，因此我们仍持保守态度。

论据

蚂蚁金服 2015 年 6 月成为公司最大股东，2016 年 1 月获得公司董事会多数席位。然而，除了去年共同推出的几种产品和服务外，我们还没有看到日常经营方面有任何实质性协同效应。同时，双方截至目前的研发和营销活动基本上也都相互独立。

什么已反映在股价中?

我们认为，对于公司和蚂蚁金服的协同效应，市场的看法比我们乐观。市场预计二者的协同效应将有助于在较短的时间里提升公司 2.0 业务的收入水平。

和阿里巴巴或蚂蚁金服的协同效应仍不明确

阿里巴巴集团和蚂蚁金服（支付宝母公司）创始人马云为公司最终控制人，间接持有公司 20.7% 的股份。许多投资者都希望公司跟阿里巴巴或蚂蚁金服产生一定的协同效应（比如，后两者带来新客户或收入来源）。

目前公司和阿里巴巴尚无互动。蚂蚁金服 2015 年 6 月成为公司最大间接股东，2016 年 1 月在公司董事会获得多数席位。理论上，公司是蚂蚁金融服务集团成员。然而，公司和蚂蚁金服的合作几乎完全处于资本层面，而不是业务层面。公司曾多次和蚂蚁金服联手进行投资，还向后者转让了数米基金网多数股份。2015 年 8 月，公司的 iTN 云平台和支付宝相连，但 iTN 还处于初期发展阶段，目前我们认为此项合作的意义并不是非常大。

图表 12: 恒生电子和蚂蚁金服的互动与合作

时间	事件
2014 年 9 月	马云收购公司最大股东恒生集团，从而正式获得公司控制权。
2014 年 10 月	公司收购互联网金融公司三潭金融 21.75% 的股份，蚂蚁金服持有三潭金融 25% 的股份。
2014 年 11 月	蚂蚁金服收购恒生聚源 19.1% 股份，后者为金融信息服务商，类似于 Wind 和彭博。
2015 年 3 月	公司成为证通股份发起人，后者为互联网金融平台，由 35 家国内金融机构发起，蚂蚁金服也是证通股份原始股东。
2015 年 4 月	蚂蚁金服向公司在线基金销售平台数米基金网注资，进而获得后者多数股份。
2015 年 6 月	蚂蚁金服取代马云的个人投资基金，成为公司间接控股股东。
2015 年 8 月	公司基于云的互联网金融平台 iTN 和支付宝以及蚂蚁金服的其他服务相连。
2016 年 1 月	蚂蚁金服获得公司董事会多数席位。

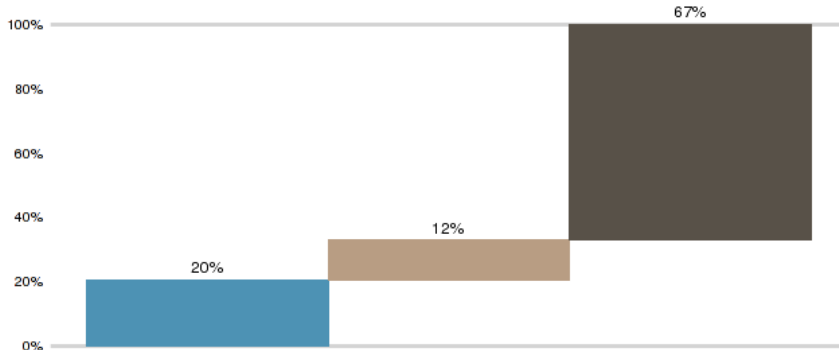
来源: 公司报告、瑞银证券

蚂蚁金服的互联网金融业务很强大，而且做出了很多承诺，有可能成为公司很有价值的长期战略合作伙伴。然而，双方的客户群体差别很大。蚂蚁金服的重点是个人和小企业，公司则服务于大型机构客户。因此，蚂蚁金服很难为公司介绍客户，反之亦然。我们认为，今后 3-5 年内此项合作不会给公司带来多少收入。

市场对恒生电子的长期增长潜力有高度预期。

$$\text{Stock price} = \text{Capitalised Current Earnings} + \text{Capitalised Short-term Growth} + \text{Implied Long-term Growth}$$

Hundsun Technologies stock price CNY 52.63 as of May 11, 2016

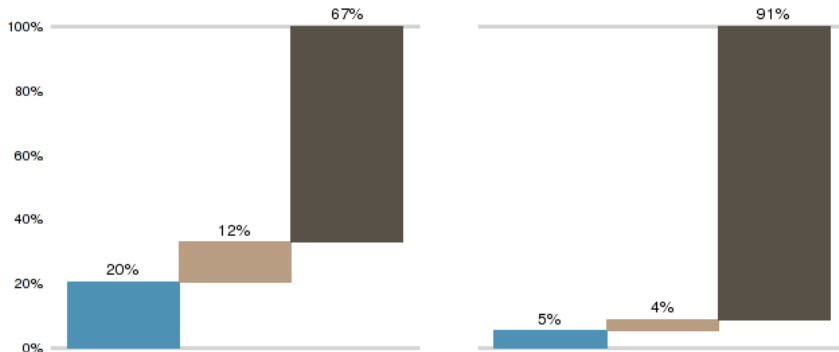


Source: IBS

$$\text{Stock price} = \text{Capitalised Current Earnings} + \text{Capitalised Short-term Growth} + \text{Implied Long-term Growth}$$

Hundsun Technologies stock price CNY 52.63 as of May 11, 2016

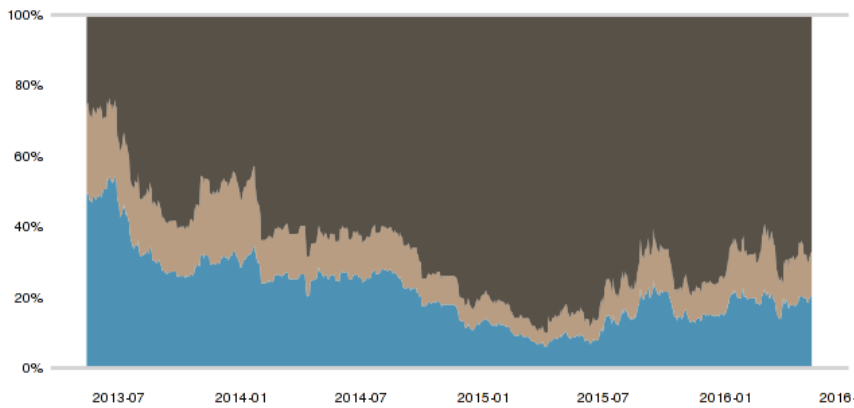
Hundsun Technologies stock price 173.27 as of June 11, 2015



Source: IBS

Hundsun Technologies (SS600570)

$$\text{Stock price} = \text{Capitalised Current Earnings} + \text{Capitalised Short-term Growth} + \text{Implied Long-term Growth}$$



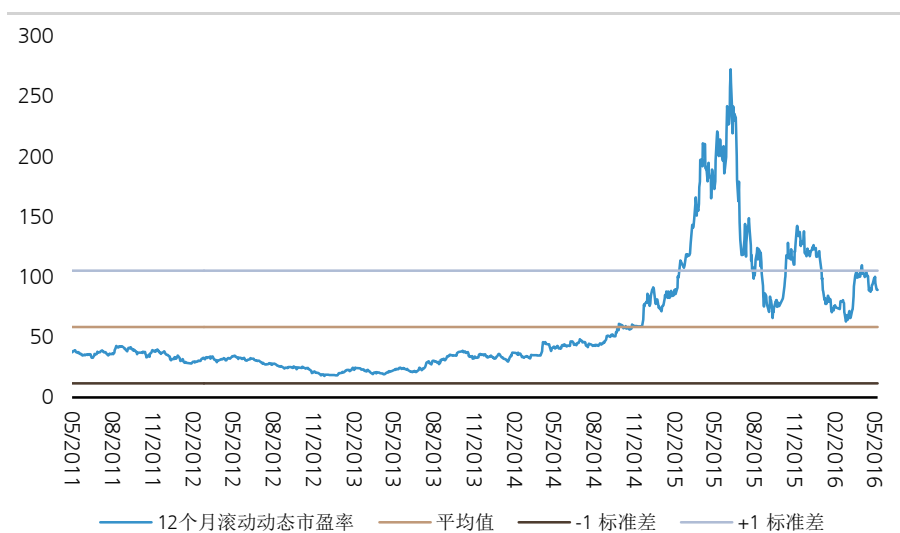
数据来源: 瑞银证券估算

数

市场对恒生电子 2.0 业务的发展相当乐观

尽管 HOMS 系统遭到监管机构的禁止，而且恒生还未推出其他的杀手级 App，但市场对恒生电子的 2.0 业务仍相当乐观，认为公司在 HOMS 被禁后可以迅速找到其他的增长引擎。根据瑞银证券的剩余收益模型，恒生电子股价的 67% 来自市场对其长期增长的预期。尽管该比例已从峰值水平 91% 上有所下滑，我们认为这依然是相当高的水平。纵观公司历史可以发现，投资者对公司长期增长的预期自 2014 年下半年以来大幅提升（当时 A 股市场开始了新一轮牛市行情），而且恒生电子的业务模式也从中获益。在 HOMS 被禁之后，我们认为市场对其 iTN 业务仍有非常高的期望。市场认为 iTN 业务可以成为不同金融机构之间以及金融机构和投资者之间的桥梁。因此，恒生电子可以将 HOMS 的类似业务模式运用到 iTN 平台，根据平台上金融资产的交易量来收费。若研究恒生的历史滚动动态市盈率区间，那么公司目前股价对应 89 倍 12 个月滚动动态市盈率。尽管估值倍数已从 2015 年 6 月的峰值水平上回落许多，但对过去 5 年均值仍高出近 1 个标准差，这也体现了市场对恒生电子 2.0 业务非常高的预期。

图表 13: 恒生电子 12 个月滚动动态市盈率



来源: Wind、瑞银证券估算

我们认为对公司的长期增长潜力仍持保守态度更好一些，因为：1）今年以来 A 股市场的交易量已减少许多，这将影响金融机构的盈利能力，从而影响金融机构的 IT 预算以及对金融创新的接纳能力；2）恒生电子还未推出任何能够与 HOMS 相媲美的推动公司收入增长的新产品。我们认同，恒生电子在金融 IT 领域有充裕的技术知识，而且蚂蚁金服在互联网领域也有充裕的资源和运作经验，但我们之前提到，双方的客户群大相径庭，而且两家公司的研发和营销活动很大程度上仍互相独立。因此，两家公司的日常经营活动还没有产生很大的协同性；3）恒生电子的 1.0 业务，尤其是资本市场 IT 解决方案业务，也面临着来自主要竞争对手的白热化竞争。因此，我们认为公司在找到诸如 HOMS 的新的“杀手级应用”之前会经历痛苦的转型期，2016 年表现或令人失望。

观察国内外软件行业同行，尽管 A 股投资者通常会对软件行业个股给予较高的估值，但恒生电子的市盈率仍大大高出同行以及行业均值。比如，恒生电

子的主要竞争对手深圳金证，其市盈率比恒生电子低 30-40%。海外公司中，SS&C 和富达国民信息可作为可比公司，他们也为金融机构提供 IT 解决方案，但他们的估值也大大低于恒生电子，仅为 20 倍左右。

图表 14: 软件行业估值对照表

公司名	最新收盘价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	市盈率			市净率			P/E/G	16-18年均 复合增长率	
			FY16E	FY17E	FY18E	FY16E	FY17E	FY18E		FY16E	净利润
国内上市软件公司											
用友网络*	17.57	25,727.6	46.5	34.1	26.2	5.8	5.2	4.6	1.40	33%	13%
东软集团	16.61	20,639.2	44.9	34.9	28.3	3.2	2.9	2.6	1.71	26%	6%
远光软件*	12.36	7,370.3	41.3	31.0	23.3	3.8	3.4	3.0	1.25	33%	20%
航天信息	48.67	44,941.9	21.9	17.3	14.2	4.6	3.7	3.0	0.90	24%	15%
恒生电子*	52.63	32,515.1	106.9	76.7	54.6	12.4	11.0	9.6	2.68	40%	20%
万达信息	22.13	22,644.9	69.1	50.6	35.9	7.3	6.6	7.4	1.80	38%	22%
汉得信息*	12.27	10,250.0	35.8	25.5	19.0	4.8	4.1	3.4	0.96	37%	28%
广联达	13.6	15,346.1	36.3	28.7	22.8	4.9	4.3	3.6	1.38	26%	19%
石基信息	25.36	27,053.8	59.2	49.6	38.1	5.4	4.9	4.3	2.40	25%	12%
启明星辰	23.66	20,559.2	60.2	43.8	32.3	10.1	8.3	6.6	1.64	37%	29%
神州信息	29.14	26,745.0	55.8	41.0	30.2	6.8	5.9	4.9	1.53	36%	13%
金证股份	27.08	22,612.1	64.4	46.1	34.0	14.2	11.0	8.4	1.73	37%	19%
平均值			53.5	39.9	29.9	6.9	5.9	5.1	1.6	33%	18%
香港上市软件公司											
金蝶集团	2.5	7,335.1	27.5	20.5	16.4	1.8	1.7	1.5	0.92	30%	15%
中软国际	2.79	6,022.2	15.3	12.3	10.1	1.4	1.2	1.1	0.64	24%	18%
平均值			21.4	16.4	13.3	1.6	1.4	1.3	0.8	27%	16%
海外上市软件公司											
Adobe	96.52	48,280.2	34.0	25.5	20.3	6.4	5.6	4.8	1.13	30%	20%
甲骨文	40.02	166,077.6	15.3	14.2	13.1	3.7	3.5	3.4	3.56	4%	3%
SAP	75.3	92,506.4	18.9	17.5	16.0	3.5	3.2	2.9	2.37	8%	6%
Salesforce	75.92	51,506.7	58.0	48.7	35.9	7.5	6.3	n.a	1.92	30%	16%
SS&C	59.22	6,029.3	18.4	15.2	13.8	2.5	2.3	2.0	1.11	17%	5%
富达国民	73.85	24,108.6	19.5	16.9	15.0	2.5	2.2	n.a	1.18	17%	4%
Intuit	102.8	26,401.2	29.3	23.7	20.2	20.9	17.0	23.0	1.52	19%	10%
Accenture	116.94	76,436.3	21.9	20.1	18.5	11.1	10.1	8.0	3.69	6%	6%
平均值			26.9	22.7	19.1	7.3	6.3	7.3	2.1	16%	9%

来源: 彭博、Wind、瑞银证券估算 (带*公司采用的是瑞银证券估算数据, 其余公司采用彭博/Wind 一致预期, 数据截止 2016 年 5 月 11 日的收盘价)

估值

以下我们分析恒生电子在当前水平上所反映的增长水平。

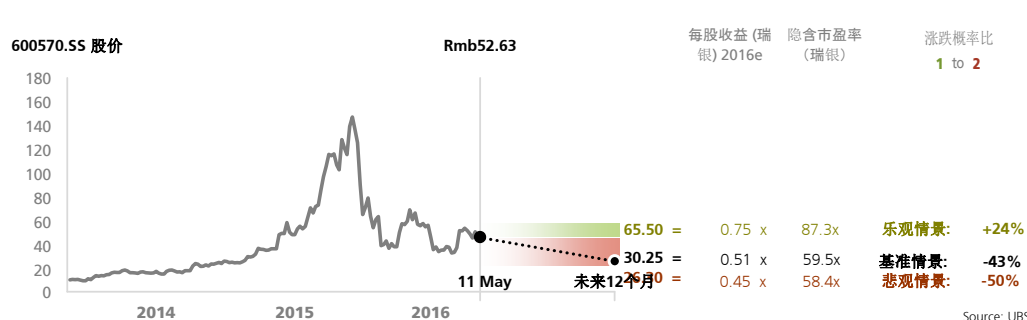
方法 – 衡量价值增值的增长

将股价拆分为三部分来研究这个问题:

- **第 1 部分:** 股票估值, 假定不会发生进一步的增长;
- **第 2 部分:** 三年市场预期期间的价值增长;
- **第 3 部分:** 剩余部分, 受市场对三年后增长预期的推动。

这种分析法与传统的基于 PE/PEG 的分析法有所不同，是将每只股票的权益成本融合进来。从而能够区分创造价值和消除价值的 EPS 增长。这实际上是基本股息贴现或剩余收益模型的重新启用。

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

恒生电子目前股价报
52.63元 (5月11日
收盘价)。

价值影响因素	互联网业务销售额 CAGR,2016-18E	资本市场业务 CAGR,2016-18E	EBIT 利润率(2018E)
乐观情景估值 65.5元	50.0%	20.3%	28.5%
目标价 30.25元	-15.4%	16.2%	15.8%
悲观情景估值 26.3元	-20%	13.0%	12.5%

来源: 瑞银

当前股价面临的风险明显偏于下档 (2:1)

恒生电子目前股价报 52.63元 (5月11日收盘价)。

乐观情景 (每股估值 65.5元)：若公司可以找到与 HOMS 相媲美的另一款基于云的产品，那么来自互联网业务的收入可快速增长。在该情景下，我们预计公司的收入 CAGR 可达 50.0%。另外，尽管市场条件不利，若国内资产管理行业仍继续增长，即使面对同行的激烈竞争，恒生电子的资本市场业务仍能快速增长。若成功推出基于云的新产品并快速成长 1.0 业务，恒生电子的盈利能力也能继续增强。我们预计公司 2018 年的 EBIT 利润将增至 28.5%。

基准情景 (目标价 30.25元)：在基准情景下，我们假设 HOMS 被禁后恒生电子无法在短期内找到新的“杀手级应用”，其 2016 年互联网业务收入将下滑 50%，之后逐步回升，2016-18 年收入 CAGR 为-15.4%。对于资本市场业务，不利的市场条件和激烈的竞争都会对收入增长造成影响；因此，可能不会像以前那样快速增长。我们认为 2016-18 年收入 CAGR 为 16.2%。由于公司在 HOMS 被禁之后需要努力寻找新的增长推动力，预计未来一年成本和费用将会增长，因此，我们认为其 2016 年 EBIT 利润率将会出现下滑，随后逐步回升，到 2018 年达到 15.8%。

主要由于资本市场业务以及银行业务增长略好于预期，我们将 2016/17/18 年收入预期上调 10.9%/10.7%/9.5%。同时，我们上调 2016/17/18 年的成本和费用预期 (销售和营销费用以及 G&A 费用)，原因是公司需要开发和推广新产品，将增加研发费用以及营销费用。因此，我们新的 2016 年 EPS 预测比之前高 9%，但是 2017/2018 年 EPS 预测比之前低 6%/4%。

恒生电子的目标价 30.25 元，基于三阶段 DCF 模型 (WACC=8.9%) 得出。

图表 15: 贴现现金流估值摘要



三因素贴现现金流模型与目标价

2016 年底的目标价是 **Rmb 30.25**

假设

第二阶段时间跨度	10 years
再投资率	60.0%
第二阶段投入资本回报率	22.0%
第二阶段增长率	13.2%
终期增长率	5.0%
终期投入资本回报率	13.5%

加权平均资本成本

无风险利率	2.9%
权益风险溢价	5.0%
Beta系数	1.2
权益成本	8.9%
债务成本	5.5%
边际税率	15.0%
税后债务成本	4.7%
债务/总资本	0.0%
加权平均资本成本	8.9%

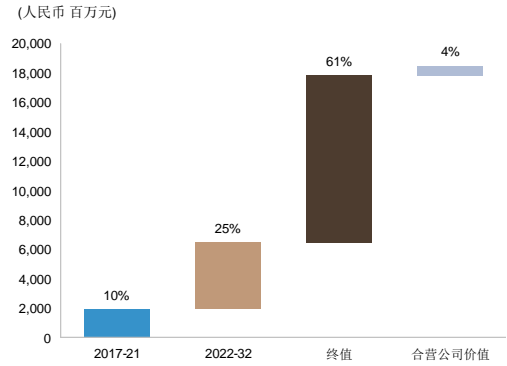
现金流阶段与估值假设

目标价年份	2017
2017年开始时的净负债	(327)
2017年开始时的少数股东权益	127
非核心业务价值	658

估值

	(人民币 百万元)
第一阶段DCF估值	1,938
第二阶段DCF估值	4,562
第三阶段DCF估值	11,332
非核心业务价值	658
企业价值	18,491
调整:	
净现金/(净债务)	(327)
少数股东权益	127
净现值	18,691
已发行股份	618
目标价 (元)	30.25

各阶段的企业价值分解



来源: 瑞银证券估算

悲观情景 (每股估值 26.3 元): 若国内经济持续下行, 且 A 股市场依然毫无生气, 买方和卖方公司可能会大幅削减 IT 开支。恒生电子可能会有更多的市场份额流向竞争对手, 尤其共同基金市场的份额。在该情景下, 我们预计 2016-18 年公司资本市场业务的收入 CAGR 为 13.0%, 预计互联网业务的收入 CAGR 为 -20%。其盈利能力也会受到负面影响, 预计 2018 年利润率为 12.5%。

公司背景

[返回](#) ↑

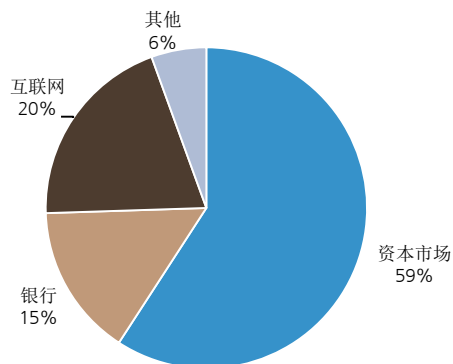
市值	Rmb32.5bn
已发行股票数量	618m (COM)
行业	软件
地区	亚太
网站	http://www.hundsun.com/

恒生电子是中国最大的面向金融行业的 IT 解决方案提供商（主要的客户包括证券公司，公募基金，私募基金，保险公司等）。公司的资产管理软件和交易系统软件被金融机构广泛采用。同时，公司旗下还有金融信息服务和互联网金融相关业务子公司。恒生电子的实际控制人是阿里巴巴集团的主席马云。

行业展望

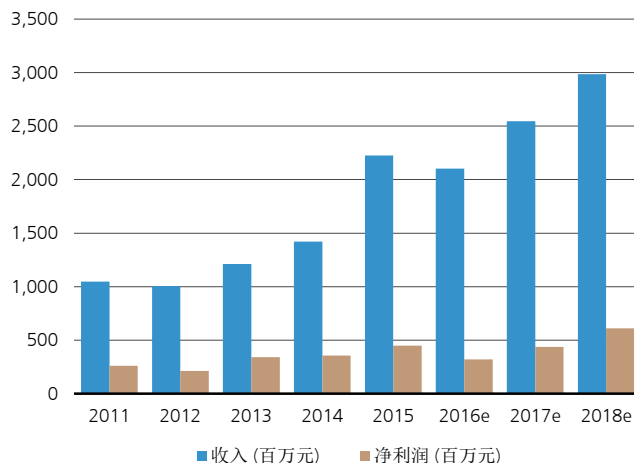
2014 年，中国软件服务业的总收入达到 3.7 万亿元。我们预计未来三至五年该行业的收入年复合增速可达 17%，低于过去五年的 29%，但仍远高于 GDP 增长率。长期看，我们认为中国的产业升级和扶持性政策将推动软件行业取得结构性增长，但在短期内，该行业受经济放缓的影响很大。得益于更高的成本效率以及政府的“IT 产品国产化”政策，我们预计国内的软件供应商将抢得市场份额。

2015 年各业务部门收入占比



来源: 公司报告

收入和利润趋势



来源: 公司报告、瑞银证券估算

恒生电子 (600570.SS)

	12/13	12/14	12/15	12/16E	%	12/17E	%	12/18E	12/19E	12/20E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,211	1,422	2,226	2,104	-5.5	2,544	20.9	2,985	3,480	3,966
毛利	991	1,332	2,063	1,883	-8.7	2,262	20.1	2,647	3,057	3,465
息税折旧摊销前利润(UBS)	205	175	304	116	-61.7	211	81.1	354	515	665
折旧和摊销	(25)	(26)	(42)	(62)	48.6	(67)	7.7	(57)	(65)	(77)
息税前利润(UBS)	180	148	263	55	-79.2	144	164.2	297	450	588
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	184	229	249	321	28.7	364	13.7	410	450	490
净利息	4	9	4	2	-43.8	5	144.6	13	20	27
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	368	386	515	377	-26.8	513	36.1	720	919	1,105
税项	(28)	(31)	(66)	(57)	14.8	(77)	-36.1	(108)	(138)	(166)
税后利润	340	355	449	321	-28.6	436	36.1	612	781	940
优先股股息及少数股权	(17)	5	5	(6)	-	(7)	-2.1	(9)	(12)	(14)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	323	361	454	314	-30.8	430	36.8	603	770	925
净利润 (UBS)	323	361	454	314	-30.8	430	36.8	603	770	925
税率(%)	7.6	8.1	12.9	15.0	16.4	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.52	0.58	0.73	0.51	-30.8	0.70	36.8	0.98	1.25	1.50
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.52	0.58	0.73	0.51	-30.8	0.70	36.8	0.98	1.25	1.50
每股收益 (UBS, 基本)	0.52	0.58	0.73	0.51	-30.8	0.70	36.8	0.98	1.25	1.50
每股股息净值(Rmb)	0.16	0.18	0.26	0.15	-41.3	0.24	59.6	0.39	0.50	0.60
每股账面价值	2.65	3.13	3.98	4.26	7.2	4.81	12.7	5.54	6.39	7.39
平均股数(稀释后)	620.78	617.81	617.81	617.81	0.0	617.81	0.0	617.81	617.81	617.81
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	341	522	303	316	4.3	690	118.7	1,216	1,612	2,245
其他流动资产	1,087	1,339	1,632	1,656	1.4	1,751	5.7	1,851	1,970	2,070
流动资产总额	1,427	1,861	1,935	1,971	1.9	2,441	23.8	3,067	3,582	4,315
有形固定资产净值	160	245	315	341	8.2	369	8.0	412	512	612
无形固定资产净值	54	47	29	22	-24.3	15	-31.9	8	8	9
投资/其他资产	697	877	1,696	1,696	0.0	1,696	0.0	1,697	1,697	1,697
总资产	2,339	3,031	3,975	4,031	1.4	4,521	12.2	5,183	5,799	6,632
应付账款和其他短期负债	549	920	1,284	1,118	-13.0	1,328	18.8	1,528	1,605	1,806
短期债务	0	0	0	62	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	549	920	1,284	1,180	-8.1	1,328	12.5	1,528	1,605	1,806
长期债务	16	30	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	10	10	90	90	0.0	90	0.0	90	90	90
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	576	961	1,374	1,269	-7.6	1,417	11.6	1,618	1,694	1,896
普通股股东权益	1,650	1,951	2,481	2,635	6.2	2,970	12.7	3,422	3,951	4,568
少数股东权益	113	120	120	127	5.3	133	5.2	142	154	168
负债和权益总计	2,339	3,031	3,975	4,031	1.4	4,521	12.2	5,183	5,799	6,632
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	323	361	454	314	-30.8	430	36.8	603	770	925
折旧和摊销	25	26	42	62	48.6	67	7.7	57	65	77
营运资本变动净值	143	362	539	11	-97.9	(19)	-	(26)	(35)	(36)
其他营业性现金流	(282)	(374)	(43)	(377)	NM	(62)	83.4	(95)	(246)	(116)
经营性现金流	210	376	992	10	-99.0	415	NM	539	553	850
有形资本支出	(66)	(97)	(112)	(81)	27.8	(87)	-7.9	(94)	(166)	(177)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	(9)
净(收购)/处置	(273)	(269)	(712)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	15	2	(579)	180	-	198	-	218	229	241
投资性现金流	(324)	(363)	(1,403)	100	-	111	11.7	125	64	54
已付股息	(62)	(99)	(111)	(161)	-44.4	(94)	41.3	(150)	(241)	(308)
股份发行/回购	1	27	333	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(19)	(13)	(1)	2	-	5	144.55	13	20	27
债务及优先股变化	(9)	14	(30)	62	-	(62)	-	0	0	0
融资性现金流	(89)	(71)	191	(97)	-	(151)	-56.5	(138)	(221)	(280)
现金流量中现金的增加/(减少)	(203)	(58)	(221)	13	-	375	NM	526	396	624
外汇/非现金项目	186	239	1	0	-	0	-	0	0	9
资产负债表现金增加/(减少)	(17)	181	(220)	13	-	375	NM	526	396	633

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

恒生电子 (600570.SS)

估值(x)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	30.0	54.9	NM	NM	NM	54.0	42.3	35.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	30.0	54.9	NM	NM	75.6	54.0	42.3	35.1
股价/每股现金收益	27.8	51.2	NM	NM	65.5	49.3	39.0	32.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.5	1.4	1.7	(0.2)	1.0	1.4	1.2	2.0
净股息收益率(%)	1.0	0.6	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1
市净率	5.9	10.2	21.1	12.3	10.9	9.5	8.2	7.1
企业价值/营业收入(核心)	7.4	NM	NM	NM	NM	NM	8.9	7.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	43.9	>100	>100	>100	>100	88.1	59.9	44.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
市值	9,751	19,981	52,354	32,828	32,828	32,828	32,828	32,828
净债务 (现金)	(325)	(492)	(303)	(254)	(690)	(1,216)	(1,612)	(1,928)
少数股东权益	106	116	120	123	133	142	154	168
养老金拨备/其他	7	10	50	90	90	90	90	90
企业价值总额	9,540	19,615	52,221	32,787	32,361	31,844	31,460	31,158
非核心资产	(532)	(322)	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)	(1,510)
核心企业价值	9,008	19,293	51,601	32,167	31,741	31,224	30,840	29,647
增长率(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	20.3	17.5	56.5	-5.5	20.9	17.3	16.6	14.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	163.3	-14.9	74.2	-61.7	81.1	68.1	45.2	29.2
息税前利润(UBS)	NM	-17.6	77.1	-79.2	164.2	106.0	51.4	30.8
每股收益(UBS 稀释后)	62.6	12.0	25.9	-30.8	36.8	40.2	27.7	20.2
每股股息净值	60.0	12.5	44.4	-41.3	59.6	60.2	27.7	20.2
利润率与盈利能力(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
毛利率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	17.0	12.3	13.7	5.5	8.3	11.9	14.8	16.8
息税前利润率	14.9	10.4	11.8	2.6	5.7	9.9	12.9	14.8
净利 (UBS) 率	26.7	25.4	20.4	14.9	16.9	20.2	22.1	23.3
ROIC (EBIT)	30.3	18.9	32.7	6.1	15.2	34.1	49.4	59.9
税后投资资本回报率	28.0	17.4	28.5	5.2	12.9	29.0	42.0	50.9
净股东权益回报率(UBS)	21.7	20.0	20.5	12.3	15.3	18.9	20.9	21.7
资本结构与覆盖率	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.6)	(2.8)	(1.0)	(2.2)	(3.3)	(3.4)	(3.1)	(3.4)
净债务/总权益 %	(18.4)	(23.8)	(11.6)	(9.2)	(22.2)	(34.1)	(39.3)	(47.4)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(22.6)	(31.2)	(13.2)	(10.1)	(28.6)	(51.8)	(64.7)	(90.1)
净债务/企业价值	(3.6)	(2.6)	(0.6)	(0.8)	(2.2)	(3.9)	(5.2)	(7.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	150.7	149.7	191.9	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	5.5	6.8	5.0	3.8	3.4	3.1	4.8	4.5
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.3	3.2	2.8	3.3	2.9	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	30.7	30.8	35.4	30.0	35.0	40.0	40.0	40.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	1,211	1,422	2,226	2,104	2,544	2,985	3,480	3,966
总计	1,211	1,422	2,226	2,104	2,544	2,985	3,480	3,966
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	180	148	263	55	144	297	450	588
总计	180	148	263	55	144	297	450	588

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	-42.5%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	-42.2%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	-50.1%

估值方法及风险声明

我们基于 DCF 估值法得出公司目标价。

风险包括：中国股票市场走势带来的风险（上行，下行都有可能）；政策风险，公司其他产品也被监管机构禁止；竞争风险，尤其是来自于主要竞争对手金证股份的竞争；新产品的研发和长接受程度（上行，下行都有可能）；另外和蚂蚁金服的合作进展超出预期会给股价带来上行风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2016 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：裴培；吴伟华。

涉及报告中提及的公司的披露

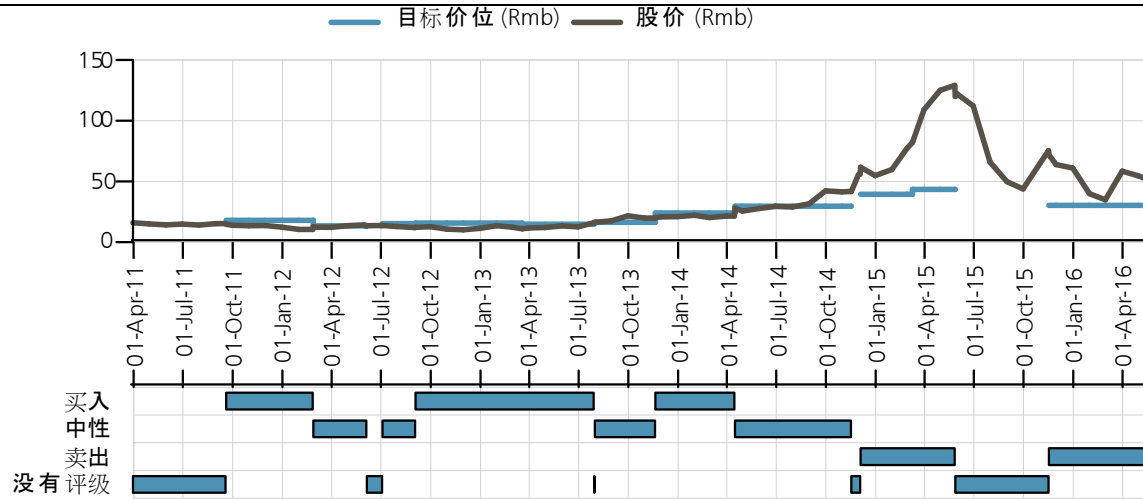
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
恒生电子	600570.SS	卖出	不适用	Rmb52.63	2016 年 05 月 11 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险信息,请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

恒生电子 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 5 月 11 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、某些情况下还会通过UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

UBS Neo可提供所有全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题,请与您的客户顾问联系。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别说明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。

本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)

(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监督管理局(FINMA)监管。

意大利: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Limited意大利分支机构分发。如果UBS Limited意大利分支机构的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Limited意大利分支机构编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交

易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC 不担任在美国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。

加拿大： 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。

巴西： 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。

香港： 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。

新加坡： 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 018/09/2015 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。

日本： 由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。

澳大利亚： UBS AG 客户：由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087) 分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。

新西兰： 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。

韩国： 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。

马来西亚： 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。

印度： 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：NSE 资本市场-INB230951431，NSE 期货与期权-INF230951431，NSE 货币衍生品-INE230951431，BSE 资本市场-INB010951437；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM000010809；以及研究分析服务，SEBI 注册号为：INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的主体或元素。© UBS 2016 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

