

恒华科技 (300365.SZ) 买入 (维持评级)

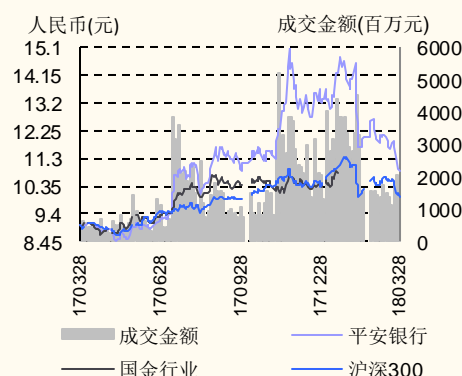
公司点评

市场价格 (人民币): 14.63 元

Q2 利润改善明显, 毛利率大幅提升

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	343.52
总市值 (百万元)	8,863.42
年内股价最高最低 (元)	15.55/13.59
沪深 300 指数	3694.00



公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.974	0.675	0.608	0.818	1.078
每股净资产 (元)	7.86	4.52	5.34	6.43	7.94
每股经营性现金流 (元)	-0.20	-0.08	0.46	0.85	0.77
市盈率 (倍)	32.49	30.94	24.06	17.89	13.57
净利润增长率 (%)	53.26%	41.30%	35.61%	34.47%	31.82%
净资产收益率 (%)	12.39%	14.94%	17.14%	19.16%	20.46%
总股本 (百万股)	197.33	402.16	605.84	605.84	605.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 8 月 15 日发布中报, 营收和归母净利润分别为 4.44 亿、0.91 亿, 同比分别-5.01%、25.6%。

经营分析

- 公司 Q2 业绩同比提升明显, 毛利率同比去年大幅提升。Q2 营收和归母净利润分别增长 9.9%、30.84%, 相对 Q1 有明显改善。中报归母净利润增长大幅领先营收主要系毛利率提升和投资收益大幅提升所致。公司 H1 毛利率达到 43.5%, 同比提升 7.81pct, 主要系三维设计软件和相关服务毛利率大幅高于二维设计软件所致; 同时投资收益 1861 万同比增长 632%。
- 公司云转型顺利, 云服务线上服务能力大幅提升。公司持续升级完善设计、基建管理、配售电三大版块 SaaS 产品线, 目前在线设计院 SAAS、基建管理 SAAS、配售电 (纯售电) 云平台、综合能源管理平台及其他云平台服务能力大幅提升。电+智联服务云平台正发挥线上社区功能, 打造数据模型共享服务并着力提升销售转化率, 全年云服务应用营收有望占比达到 15%。
- 三维设计软件业务爆发式增长, 配售电版块和基建版块遭遇暂时困境。设计版块: 国网去年以来持续推进输电、变配电各环节设计软件从二维向三维替代, 凭借扎实的底层数据平台技术以及销售资源的大力倾斜, 公司 H1 三维设计软件同比增长 158%, 软件平台的先发优势也带动了设计技术服务平稳发展, 但由于存量二维软件需求下降, H1 设计版块实现收入 1.68 亿, 同比增 17.4%。配售电版块: 由于配售电公司盈利能力不及预期, 配售电公司相关软件和服务采购减少, 受此影响 H1 配售电版块实现营收 1.65 亿, 同比下降 18.1%, 但面向现货交易的配售电、云售电软件将给公司带来新的增长点。基建管理版块: 公司参与的基建管理业务执行周期较长, 受项目验收影响公司 H1 基建管理版块营收 0.96 亿, 同比下降 10.7%。
- 泛在电力物联网建设加快将带给公司新的发展机遇。基建全过程数字化管理平台建设是泛在电力物联网首批 27 项重点建设项目之一, 公司正在智慧建设、工程现场智能管控, 利用物联网技术、BIM 技术、多媒体交互技术, 在智慧建设、工程现场智能管控 (不仅仅是信息化管控) 等领域与国网体系客户深入开展合作, 随着泛在物联网建设加快, 公司将迎来更大发展机遇。

盈利预测和投资建议

- 电改政策导致配售电公司相关采购服务减少, 调低 2018-2020 年归母净利润为 3.68 (-9%)、4.95 (-12%)、6.54 亿元, 鉴于各业务仍处于扩张阶段且泛在物联网将给公司带来新的发展机遇, 给予目标价 21.3 元, 买入评级。

风险提示

- 电网信息化投资不及预期; 电改不及预期; 公司应收账款大幅上升风险

相关报告

1. 《恒华科技深度报告-三维设计软件市场规模显著扩大, 电网投资和电...》, 2019.7.25
2. 《恒华科技点评报告-业绩保持高增长, 云服务体系逐步完善》, 2018.11.1
3. 《恒华科技中报点评-云服务产品体系逐步完善, 业绩持续高增长》, 2018.8.16

邓伟

分析师 SAC 执业编号: S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjq.com.cn

图表 1: 2017H1-2019H1 公司各版块营收 (元)

	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1
设计版块业务	100,777,000	469,488,258	142,758,452	479,254,100	167,545,700
同比			41.7%	2.1%	17.4%
基建版块业务	136,792,500	211,308,559	107,200,759	252,823,800	95,747,200
同比			-21.6%	19.6%	-10.7%
配售电版块业务	49,628,900.0	148,856,581.6	201,345,665.0	396,785,600.0	165,005,600
同比			305.7%	166.6%	-18.0%
海外业务		5,088,993		5,466,300	15,480,600
同比				7.4%	
其他行业业务	6,583,500	21,005,123	15,883,259	49,592,300	
同比			141.3%	136.1%	
合计	293,781,900	855,747,514	467,188,138	1,183,922,100	443,779,100
同比			59.0%	38.3%	-5.0%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	603	856	1,184	1,354	1,738	2,305	货币资金	268	416	708	720	889	1,132
增长率		41.8%	38.3%	14.4%	28.4%	32.6%	应收账款	528	827	1,294	1,490	1,773	2,281
主营业务成本	-346	-477	-672	-725	-916	-1,216	存货	58	89	141	135	168	227
%销售收入	57.3%	55.8%	56.7%	53.5%	52.7%	52.8%	其他流动资产	2	437	5	36	207	410
毛利	257	379	512	629	822	1,088	流动资产	856	1,769	2,148	2,381	3,037	4,049
%销售收入	42.7%	44.2%	43.3%	46.5%	47.3%	47.2%	%总资产	84.8%	87.7%	86.4%	87.1%	89.2%	91.3%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-6	-7	长期投资	49	138	221	231	241	256
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	76	70	72	73	74	75
销售费用	-26	-32	-39	-45	-56	-75	%总资产	7.5%	3.5%	2.9%	2.7%	2.2%	1.7%
%销售收入	4.2%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	25	35	34	40	42	42
管理费用	-83	-102	-78	-89	-113	-148	非流动资产	153	248	338	353	367	386
%销售收入	13.8%	12.0%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%	%总资产	15.2%	12.3%	13.6%	12.9%	10.8%	8.7%
研发费用	0	0	-73	-81	-104	-138	资产总计	1,009	2,017	2,486	2,734	3,405	4,435
%销售收入	0.0%	0.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	147	196	195	131	228	460
息税前利润 (EBIT)	146	241	318	410	543	720	应付款项	56	185	331	301	384	508
%销售收入	24.2%	28.2%	26.8%	30.2%	31.2%	31.3%	其他流动负债	54	82	137	150	203	269
财务费用	-2	-10	-3	4	5	-2	流动负债	256	463	663	581	815	1,237
%销售收入	0.3%	1.2%	0.3%	-0.3%	-0.3%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	-30	-29	-28	-31	-38	其他长期负债	1	1	3	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	258	464	665	582	817	1,239
投资收益	2	-2	7	8	12	16	普通股股东权益	729	1,552	1,818	2,149	2,585	3,191
%税前利润	1.5%	n.a	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%	其中：股本	176	197	402	402	402	402
营业利润	135	210	299	404	543	716	未分配利润	357	518	724	1,012	1,407	1,959
营业利润率	22.4%	24.6%	25.2%	29.8%	31.3%	31.1%	少数股东权益	22	2	2	3	3	4
营业外收支	11	0	0	1	1	1	负债股东权益合计	1,009	2,017	2,486	2,734	3,405	4,435
税前利润	146	210	299	405	544	718	比率分析						
利润率	24.2%	24.6%	25.2%	29.9%	31.3%	31.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-12	-18	-27	-36	-48	-64	每股指标						
所得税率	7.9%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	每股收益	0.713	0.974	0.675	0.608	0.818	1.078
净利润	134	192	272	369	496	654	每股净资产	4.146	7.864	4.521	5.344	6.427	7.935
少数股东损益	9	0	1	0	1	1	每股经营现金净流	0.082	-0.203	-0.085	0.456	0.846	0.774
归属于母公司的净利润	125	192	272	368	495	653	每股股利	0.200	0.140	1.650	0.200	0.250	0.250
净利率	20.8%	22.5%	22.9%	27.2%	28.5%	28.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.20%	12.39%	14.94%	17.14%	19.16%	20.46%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	12.43%	9.53%	10.93%	13.47%	14.55%	14.72%
净利润	134	192	272	369	496	654	投入资本收益率	14.95%	12.60%	14.37%	16.34%	17.55%	17.96%
少数股东损益	9	0	1	0	1	1	增长率						
非现金支出	33	54	56	48	58	70	主营业务收入增长率	53.99%	41.84%	38.35%	14.37%	28.39%	32.59%
非经营收益	2	10	-7	4	-2	3	EBIT 增长率	56.04%	65.60%	31.71%	28.84%	32.47%	32.78%
营运资金变动	-155	-296	-355	-237	-211	-416	净利润增长率	55.49%	53.26%	41.30%	35.61%	34.47%	31.82%
经营活动现金净流	14	-40	-34	183	340	311	总资产增长率	39.57%	99.94%	23.26%	9.99%	24.52%	30.26%
资本开支	-21	-28	-29	-27	-29	-32	资产管理能力						
投资	-28	-521	304	-40	-180	-215	应收账款周转天数	230.3	264.7	266.0	300.0	275.0	270.0
其他	0	0	-341	8	12	16	存货周转天数	65.1	56.2	62.6	68.0	67.0	68.0
投资活动现金净流	-49	-549	-66	-59	-197	-231	应付账款周转天数	19.3	37.0	69.8	80.0	82.0	82.0
股权募资	5	738	81	43	41	54	固定资产周转天数	45.8	29.8	22.1	19.8	15.6	11.9
债权募资	127	45	-1	-64	97	232	偿债能力						
其他	-39	-47	-43	-91	-112	-123	净负债/股东权益	-16.14%	-14.15%	-28.16%	-27.37%	-25.53%	-21.04%
筹资活动现金净流	93	736	37	-113	25	163	EBIT 利息保障倍数	70.3	23.9	98.8	-100.9	-111.6	431.8
现金净流量	58	147	-64	12	169	243	资产负债率	25.54%	22.99%	26.77%	21.30%	23.99%	27.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	13
增持	0	1	2	2	4
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.50	2.33	2.00	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

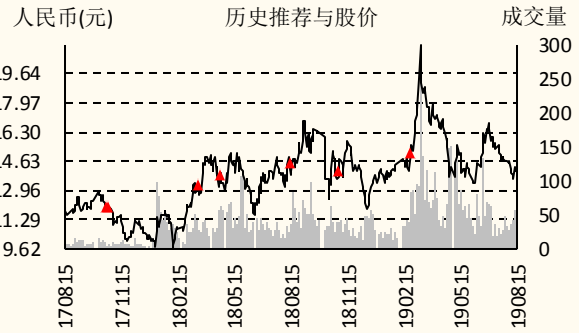
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-24	买入	36.60	49.35~49.35
2	2017-10-26	买入	36.30	49.35~49.35
3	2018-03-19	买入	39.11	48.50~48.50
4	2018-04-25	买入	21.00	24.20~24.20
5	2018-08-16	买入	20.85	N/A
6	2018-11-01	买入	20.63	N/A
7	2019-02-25	买入	21.34	35.50~35.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH