

日期: 2014年1月13日

行业: 信息技术服务



倪济闻

021-53519888-1986

njiwen@shzq.com

执业证书编号: S0870512060001

IPO 报价区间 RMB 31.58~37.90 元

上市合理定价 RMB 35.09~42.11 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	14.00
发行后总股本不超过 (百万股)	56.00
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行
保荐机构	网下询价配售 中银国际

主要股东 (IPO 前)

江春华	20.19%
智汇创投	17.86%
方文	13.53%
罗新伟	13.53%
陈显龙	10.53%

收入结构 (13H1)

软件服务	81.66%
技术服务	15.65%
软件销售	1.99%
硬件销售	0.70%

报告编号: NJW14-NSP01

首次报告日期: 2014年1月13日

电力企业全生命周期的信息化服务商

■ 投资要点:**公司为国内主要电力信息化服务商之一**

公司主要为智能电网运行主体提供全生命周期的一体化、专业化的电力企业运行信息服务的软件研发企业。公司产品主要包括电力企业(发电、输电和配电)的资源管理、项目管理和财务管理相结合的综合管理软件。

电力行业信息化改造持续增长

虽然智能电网改造总投资呈现下降趋势,但是电力行业信息化,特别是标准化管理流程的ERP类信息投入则持续增长。伴随着,电力企业对运行效率提升的压力不断增加,对管理软件的依赖也日益增长。公司募投的基建管理项目将帮助企业更好的服务大型电力企业做好全生命周期管理,提升产品竞争力。

盈利预测

预计基建管控标准化管理系统项目将在未来给公司带来新增净利润1783万元。同时,行业增长将带动公司整体业务保持年均20%以上的增长,初步预计2013-2015年归于母公司的净利润将实现年递增2.82%、19.76%和23.09%,相应的稀释后每股收益为1.11、1.33和1.63元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予恒华科技合理的定价为35.09~42.11元,对应2013年每股收益的31.67~38.00倍市盈率,我们建议按照10.00%的折价率询价,询价区间为31.58~37.90元。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	13,249	16,477	19,790	24,244	29,937
年增长率 (%)	33.98%	24.37%	20.11%	22.50%	23.48%
归属于母公司的净利润	4,116	5,301	5,450	6,527	8,034
年增长率 (%)	36.71%	28.78%	2.82%	19.76%	23.09%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.84	1.08	1.11	1.33	1.63

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司是一家面向智能电网的信息化服务供应商，为智能电网运行主体提供全生命周期的一体化、专业化的企业运行信息服务。主营业务为：软件服务、技术服务、软件销售和硬件销售四大类。公司业务属于证监会行业分类中信息传输、软件和信息技术服务类下的软件和信息技术服务类(I65)。

● 行业增长前景

近年来，我国电网建设投资维持在一个较高的水平，根据国家电网与南方电网在“十二五”期间的规划，“十二五”期间我国电网建设投资总量将达到3万亿，其中国家电网投入2.55万亿，南方电网投入4000亿元，远超过2007~2010年的投入水平。其中，在电网智能化方面的投入经过了过去两年的高峰期，未来投资总额将有下降的趋势。这主要是智能电网运行所需要的基础硬件设施包括运行监控及自动控制系统（二次设备）的建设和电力运输设备（一次设备）的改造接近尾声。

图1：2007~2010年我国电网建设投资额



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图2：国家电网“十二五”电网智能化投资规划图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

在硬件设备大部分到位的基础上，未来投资重点将向大数据，信息管理，智能控制和精细化运营等方向发展。

图3：我国电力信息化投资规模



数据来源：中国电力企业联合会，上海证券研究所

图4：我国电力信息应用系统建设规模



数据来源：中国电力网，上海证券研究所

从我国电力信息化投资规模和信息应用系统建设规模的比较也可以看

出,虽然电网智能化改造总投资在下降,但是信息化投资规模仍然呈现15%以上的年均增幅,而其中信息应用系统建设的投资仍保持20%以上的增速。

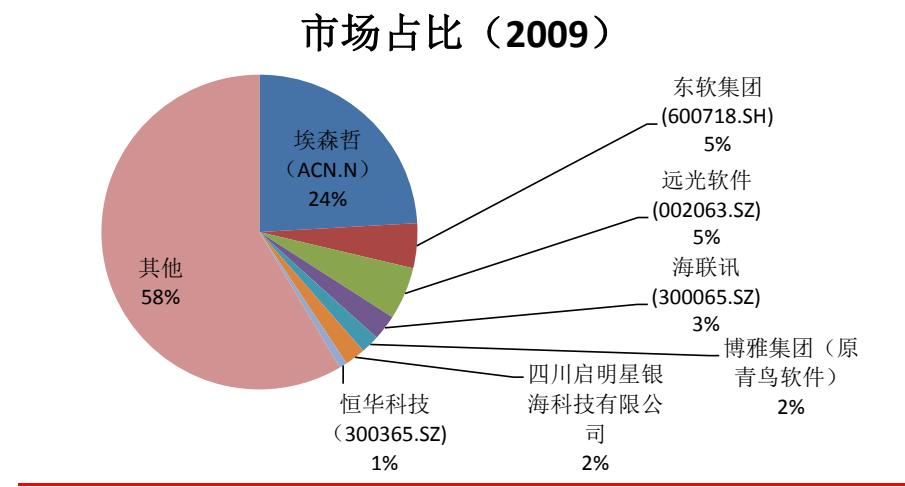
公司所涉及的核心业务正式处于电网与电力企业的信息应用系统服务商领域,行业平均增速在20%以上。

● 行业竞争结构及公司的地位

电力信息化服务行业竞争相当充分;下游为国家电网、南方电网、中能建等大型央企和各地方电网等,客户议价能力较强。

目前,从事信息应用系统建设的前7大供应商占有41.5%的市场份额,而其他众多中小型信息化服务公司占据着剩余过半的市场份额。7大供应商主要包括:埃森哲(ACN.N)、东软集团(600718.SH)、远光软件(002063.SZ)、海联讯(300065.SZ)、博雅集团(原青鸟软件)、四川启明星银海科技有限公司和公司是业内规模最大的7家企业。

图5: 电力信息化行业市场份额情况



数据来源:公司招股说明书,上海证券研究所

行业发展的趋势从产品销售逐步转向服务驱动为主,行业内中小企业将受到服务范围有限的不利因素而逐步退出市场,随着下游电力行业,特别是电网行业的改革推进,行业标准逐步制定,软件相互兼容要求不断增高,大型信息服务商的规模优势将持续得到加强。而同时给多个客户按需定制产品对人力资源与资金实力要求比较高。

公司以“一体化”服务的优势,以及部分主要产品在相应细分市场的领先优势成为国内为数不多的能够覆盖智能电网资产全生命周期的一体化、专业化信息服务商。公司开发了具有自主知识产权的业务资源管理平台(FRP)、图形资源平台(GRP)和企业信息集成服务平台(EISP)三大核心平台技术,在电网规划及设计系列软件、电网基建工程管理系列软件和电网运行管理系列软件等领域已经取得相对领先的市场地位。公司的竞争优势集中体现在技术研发、产品及服务、资质及认证、营销和品牌等。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司创立于 2000 年，注册资本 4200 万，属北京市高新技术企业、双软企业。

恒华科技的控股股东和实际控制人为江春华、方文、罗新伟、陈显龙等四人组成的经营团队。实际控制人团队通过一致行动协议对发行人实施实际控制，本次发行前合计持有公司 57.78% 的股份。实际控制人在本次公开发行新股不作老股转让安排。

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	江春华	848.10	20.19%		%
2	智汇创投	750.00	17.86%		%
3	方文	568.40	13.53%		%
4	罗新伟	568.40	13.53%		%
5	陈显龙	442.10	10.53%		%
6	陈晓龙	315.80	7.52%		%
7	胡宝良	315.80	7.52%		%
8	其他股东	391.44	9.32%		%
9	本次发行的社会公众股	—	—	1400	25%
合计		4200	100.00%		100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

其他股东准备转让股份比例如下：

表 2：公司的股东及实际控制人情况

股东名称	发行前持股数量(万股)	占发行前股份比例	减持上限(万股)	占持有股数比例	任职情况
北京智汇	750	17.86%	750	100%	——
周亚华	3.5	0.08%	3.5	100%	已离职
曹铁孩	3.4	0.08%	3.4	100%	已离职
李宏亮	3.2	0.08%	3.2	100%	已离职
张春凤	3	0.07%	3	100%	已离职
牛仁义	126.60	3.01%	126.60	100%	监事
陈晓龙	315.8	7.52%	157.9	50%	总经理助理
胡宝良	315.8	7.52%	157.9	50%	监事会主席
杨志鹏	129.7	3.09%	64.85	50%	常务副总
合计	1,651.00	39.31%	1,270.35	76.94%	——

资料来源：创业板上市初步询价及推介公告；上海证券研究所整理

假设，按我们对公司股价和询价的预测，我们选择公司合理询价中枢 33.68 元为发行价格，所对应的新增股本为 719 万股。而计划发行的 1400 万股的剩余部分，681 万股将以老股转让形式发售，共计老股转让总额 22936 万元。

● 主业简况及收入利润结构

表 3：公司报告期内主营业务收入

产品	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013-06
软件服务	收入	2,548.63	5,775.90	9,513.64	12,650.86
	收入占比	58.33%	58.41%	71.81%	76.78%
	成本	1,328.13	2,796.80	4,634.00	6,388.38
	毛利率	47.89%	51.58%	51.29%	49.50%
技术服务	收入	1,634.54	3,173.32	3,240.27	3,007.90
	收入占比	37.41%	32.09%	24.46%	18.26%
	成本	988.45	2,023.18	1,700.63	1,635.94
	毛利率	39.53%	36.24%	47.52%	45.61%
软件销售	收入	34.76	728.69	260.32	665.35
	收入占比	0.80%	7.37%	1.96%	4.04%
	成本	1.56	106.54	9.23	46.73
	毛利率	95.51%	85.38%	96.45%	92.98%
硬件销售	收入	151.67	210.77	234.60	152.94
	收入占比	3.47%	2.13%	1.77%	0.93%
	成本	140.07	151.38	170.17	110.92
	毛利率	7.65%	28.18%	27.46%	27.47%
合计	收入	4,369.60	9,888.68	13,248.82	16,477.04
	成本	2,458.21	5,077.90	6,514.03	8,181.96
	毛利率	43.74%	48.65%	50.83%	50.34%
					48.55%

资料来源：公司招股意向书、上海证券研究所整理

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2010		2011 年		2012 年		1H2013 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	9,888.68	126.3%	13,248.82	33.98%	16,477.04	24.37%	5,886.35
营业利润	3,359.65	224.43%	4,430.12	31.86%	5,742.38	29.62%	1,423.80
利润总额	3,453.23	230.21%	4,795.91	38.88%	6,228.61	29.87%	1,565.78
归属于母公司股东的净利润	3,010.74	231.32%	4,116.02	36.71%	5,300.61	28.78%	1,343.78

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等、上海证券研究所整理

● 募投项目

表 4：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万元)	建设期(月)	以投资额	完成率
1	基建管控标准化管理系统开发项目	9690.51	36	5395.31	55.67%
2	智能电网移动应用系统开发项目	3648.95	24	286.02	7.83%
3	软件平台升级项目	6061.34	24	0	0%
4	研发中心建设项目	4808.33	24	0	0%
	合计	24209.13	24	5681.33	23.46%

资料来源：公司招股意向书、上海证券研究所整理

1) 基建管控标准化管理系统开发项目

基建管控标准化管理系统是为电网企业专门打造的一款建设项目管理软件，实现项目计划到实施阶段的全过程管理。产品将以施工进度管理为核心，全面覆盖基建项目三横五纵的业务体系。项目建设期三年，项目已开始执行。截至 2013 年 6 月 30 日，项目完成投资 5395.31 万元，其中固定资产投资 294.11 万元、技术开发支出 4729.19 万元、预备费 63.63 万元、铺底流动资金 308.38 万元。

项目财务评价：根据项目可行性研究报告，项目建设期为 36 个月。按照高新技术企业所得税税率 15% 计算，项目正常生产年平均利润为 1,783.47 万元，投资净利润率为 18.40%，全部投资税后内部收益率为 394.50%，投资回收期为 1.27 年。

2) 智能电网移动应用系统开发项目

建设统一的智能电网移动应用系统，实现对 GIS 和 RFID 等数据的智能化采集与传输，并结合相应的业务系统，实现电网建设运营中各业务系统的移动应用，同时在移动应用平台的基础上，实现不同系统间数据的有效共享和集成。项目计划总投资 3648.95 万元，项目执行周期 2 年。截至 2013 年 6 月 30 日，项目完成投资 286.02 万元，其中设备投资 12.12 万元、技术开发支出 238.90 万元、铺底流动资金 35 万元。

项目财务评价：项目预计销售收入按增量投资达产后产生平均利润 1538.67 万元；投资净利润率为 42.17%，全部投资税后内部收益率为 31.83%，投资回收期为 4.24 年。

3) 软件平台升级项目

基于公司现有的资源管理平台（FRP 平台）、图形资源平台（GRP 平台）及企业信息集成服务平台（EISP 平台），在功能及性能等方面对原有平台进行大规模扩充和增强，使其具有更加优秀的综合功能特性，更能契合电力业务特点。项目共投资 6061.34 万元，其中建筑工程投资 600.62 万元、设备购置 1737.06 万元、技术开发支出 2651.44 万元、预备费用 60.68 万元、铺底流动资金 315.03 万元。

项目财务评价：项目正常生产年平均利润为 1409.03 万元，投资净利润率为 23.25%，全部投资税后内部收益率为 36.13%，投资回收期为 4.04 年。

4) 研发中心建设项目

研发中心建设项目，项目总投资 4808.33 万元，其中 1395.30 万元用于设备购置，891.50 万元用于购置软件，2427.50 用于研发支出，基本预备费 94.28 万元。项目建设方案包括智能电网数据模型项目、三维综合展示项目和输电线路智能设计项目。

研发中心不直接产生利润。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

预计未来随着电网信息化改造力度的加大，各配电网公司对经验效率的提升需求，公司面对的市场空间持续扩大。由于公司营业收入主要侧重于软件服务，与客户共同研发产品，客户粘性比较强。有望至少保持行业平均增速，未来公司收入有望保持 23% 的增长水平，净利润增速则保持在 20%~23% 左右。

表 5 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	13,249	16,477	19,790	24,244	29,937
营业总成本	8,819	10,735	13,725	16,761	20,631
营业成本	6,514	8,182	10,420	12,761	15,752
营业税金及附加	443	311	376	412	449
销售费用	401	568	693	849	1,048
管理费用	1,118	1,475	1,781	2,182	2,694
财务费用	190	202	257	315	389
资产减值损失	153	-4	198	242	299
其他经营收益					
投资净收益					
营业利润	4,430	5,742	6,065	7,483	9,306
加：营业外收入	366	488	350	200	150
减：营业外支出	0	2	4	4	4
利润总额	4,796	6,229	6,412	7,679	9,452
减：所得税	680	928	962	1,152	1,418
净利润	4,116	5,301	5,450	6,527	8,034
减：少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	4,116	5,301	5,450	6,527	8,034
摊薄 EPS*	0.84	1.08	1.11	1.33	1.63

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

*由于发行后股本受到发行价格的不确定影响，导致 EPS 可能与真实情况有所差异，主要原因将有可能是股本的不同。这里我们采用上海证券预测的发行价格（询价中枢）来确定价格和新增股本。

四、风险因素

行业竞争加剧的风险

随大型项目日益增多、行业技术的不断提高和行业管理的日益规范，智能电网信息化行业进入壁垒日益提高，对行业内企业规模和资金实力的要求越来越高，缺乏业绩和技术支撑的企业将被市场淘汰。若公司不能保持现有的竞争优势和品牌效应，则有可能导致公司市场地位下降。

产业政策变化的风险

智能电网行业和软件行业都是国家重点支持的行业。国家制定了一系列政策法规鼓励这两个行业的发展，预计在较长时间内，政策面仍将继续推动智能电网和软件行业建设，从而为这两个行业的发展提供良好的外部环境。但是如果相关政策发生变化或是某些领域、部门的政策执行方面存在偏差，导致外部整体经营出现不利变化，将可能影响公司的经营业绩和发展。

依赖电网行业的风险

随我国智能电网行业的快速发展，电网行业对各种应用软件产生了巨大需求，为公司未来业务发展提供了良好的机遇和广阔的市场公告见。但同时由于公司专注于智能电网信息化领域，客户主要是国内主要电网公司及相关企业，对电网行业存在较大依赖性。如果今后我国宏观经济形势出现较大波动，导致电力需求下降，电网行业经营状况不景气或者智能电网建设速度放缓、投资下降等，将不利于公司业务发展。

营业收入季节性波动相关风险

公司的客户主要为电网下属企业，主营业务收入在会计年度内的分布受到电网公司内部投资审批决策、管理流程及惯例的影响，具有较强的季节性。依照电网公司的惯例，在每年的第一季度电力系统对电网软件及硬件配套生产企业进集中规模框架资格文件预审、招投标工作；在每年第二季度进行技术协商，并启动执行项目；在每年的第三、第四季度是电网行业集中采购、需求供应的高峰期。因此，受客户需求季节性因素的影响，公司的销售收入和利润上半年较少，下半年较多，呈现一定的季节性波动。季节性波动因素对公司经营业绩带来风险。

应收账款余额增加、应收账款周转率下降及应收账款发生坏账的风险

2010 年末、2011 年末、2012 年末及 2013 年 6 月末，公司应收账款余额分别为 4,639.59 万元、5,688.30 万元、8,168.82 万元及 10,995.07 万元，增速较快，其占流动资产的比例分别为 63.27%、49.25%、50.96% 及 63.03%，占总资产的比例分别为 34.64%、32.42%、37.25% 及 47.05%。2010 年、2011 年、2012 年及 2013 年 1-6 月，公司应收账款周转率分别为 3.34、2.57、2.38 及 0.61。大额应收账款的存在一定程度上对公司目前现金流状况产生了影响，牵制了公司业务规模的进一步扩大。随着公司业务规模的扩大，应收账款可能会进一步增加，如果出现应收账款不能按期或无法回收发生坏账的情况，公司将面临流动资金短缺的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2012 年业绩和 2013、2014 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2012 年平均净态市盈率为 **34.35** 倍，2013 年平均动态市盈

率 **68.03** 倍；最近上市的创业板股票中，2012 年平均静态市盈率为 **52.03** 倍、2013 年平均动态市盈率 **43.41** 倍。

表 6：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
600718.SH	东软集团	12.49	0.37	0.45	0.57	33.76	27.76	21.91	2.95
300277.SZ	海联讯	10.83	0.31	0.10	0.20	34.94	108.30	54.15	2.64
国内同行业整体平均						34.35	68.03	38.03	2.80

数据来源：Wind (1月10日最新价)

表 7：最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
300345.SZ	红宇新材	14.96	0.5064	0.4518	0.5903	0.7317	29.54	33.11	25.34	20.45
300346.SZ	南大光电	38.25	0.8971	0.8534	1.1511	1.5133	42.64	44.82	33.23	25.28
300347.SZ	泰格医药	65.99	0.6343	0.9206	1.2778	1.7425	104	71.68	51.64	37.87
300348.SZ	长亮科技	35.10	0.8298	0.6685	0.9512	1.2662	42.30	52.51	36.90	27.72
300349.SZ	金卡股份	48.86	0.8946	1.3437	1.8416	2.4373	54.62	36.36	26.53	20.05
300350.SZ	华鹏飞	19.43	0.4570	0.4943	0.5632	0.6207	42.52	39.31	34.50	31.30
300351.SZ	永贵电器	28.40	0.5122	0.7114	1.0457	1.3932	55.45	39.92	27.16	20.38
300352.SZ	北信源	29.70	0.4506	0.6395	0.8604	1.1639	65.91	46.44	34.52	25.52
300353.SZ	东土科技	22.20	0.5233	0.6406	0.8994	1.2183	42.42	34.66	24.68	18.22
300355.SZ	蒙草抗旱	25.28	0.6193	0.7169	1.0025	1.3076	40.82	35.26	25.22	19.33
平均值							52.03	43.41	31.97	24.61

资料来源：Wind；股价以 1 月 10 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予恒华科技合理的定价为 **35.09 元-42.11 元**，对应 2013 年每股收益的 **31.67~38.00 倍市盈率**，我们建议按照 **10.00%**的折价率询价，询价区间为 **31.58~37.90 元**，询价中枢为 33.68 元。

分析师承诺

分析师 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。