

致力于智能电网信息化的服务提供商

投资要点

- **致力于成为智能电网信息化解决方案服务提供商。**公司定位于智能电网领域信息化服务提供商。公司下游主要面向国家电网公司及下属各省网公司、南方电网公司、中国能源建设集团、中国电力建设集团等大型电力电网集团，近年来受益于智能电网的快速发展，公司业绩保持了较快增长，2010-2012 年，公司营业收入分别同比增长 126.3%、34%、24.4%，归属母公司股东净利润分别同比增长 231.2%、36.7%和 28.8%。
- **“一体化”服务优势有助公司提升市场份额。**公司拥有具备自主知识产权的资源管理平台(FRP)和图形资源平台(GRP)以及企业信息集成服务平台(EISP)等三大技术产品，公司的优势在于其业务结构覆盖电网各业务环节，可向客户提供资产全生命周期管理一体化服务。我们认为目前我国智能电网的基础建设已基本结束，而下一阶段智能化投资的重心在于各业务环节的信息化深入应用，因此公司作为国内少数能够提供一体化服务的厂商，将有望在智能电网 IT 深入应用中扩大市场份额。
- **募投项目有望拓宽公司成长空间，寻找新利润增长点。**此次公司募集资金净额为 2.318 亿元，主要投资项目包括基建管控标准化管理系统开发、智能电网移动应用系统开发、软件平台升级及研发中心建设项目。此次募投项目中，基于 RFID 技术的智能电网移动应用系统将实现电网在生产运行中的信息移动采集，可有效提高电网企业的工作效率，有望在电网各业务环节得到应用，我们认为若该产品研发成功并顺利借助公司营销平台实现在电网企业的推广，将成为公司新的利润增长点。
- **投资建议。**预计 2013 年-2015 年公司净利润分别增长 6.03%、20.62%、13.79%，我们参考业务及客户和公司相近的远光软件、榕基软件、东软集团和用友软件 2014 年的市盈率水平，综合考虑，我们认为公司的合理估值区间为 25-30 倍，对应合理价格区间 32.5-39 元。
- **风险提示：**收入结构的单一性风险、智能电网信息化投资低于预期、市场竞争加剧、人力成本上升。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	164.77	192.94	229.64	273.03
增长率	24.37%	17.10%	19.02%	18.89%
归属母公司净利润(百万元)	53.01	56.20	67.79	77.14
增长率	28.78%	6.03%	20.62%	13.79%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.08	1.30	1.48
PE	42	40	33	29
PB	13	10	7	6

数据来源: wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

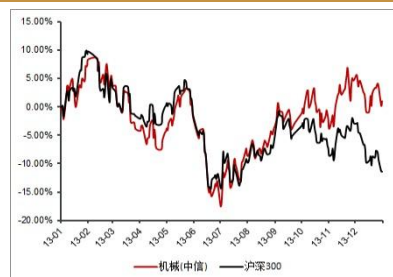
分析师: 纵菲

执业证号: S1250513060004

电话: 023-67610257

邮箱: zfei@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4000
本次发行(万股)	1208
发行后总股本(万股)	5208
2012 年每股收益(摊薄后)(元)	1.02
2012 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.02

主要指标 (2012 年)

每股净资产(元)	3.18
毛利率(%)	50.34
流动比率(倍)	5.65
速动比率(倍)	4.85
应收账款周转率(次)	2.46
资产负债率(合并报表)(%)	18.86
净资产收益率(加权平均)(%)	29.79

相关研究

目 录

一、智能电网信息化服务提供商	1
（一）公司概况	1
（二）股权结构	2
二、智能电网信息化需求预测	2
三、公司业务分析	4
四、募投项目情况	6
六、盈利预测与投资建议	7
七、风险提示	8

插图目录

图 1: 恒华科技主要业务范围	1
图 2: 电网资产全生命周期管理领域	1
图 3: 公司股权结构（发行前）	2
图 4: 国家电网“十二五”电网智能化投资规模 单位：亿元	3
图 5: 国家电网全员生产效率情况及预测 单位：万元/人·年	4
图 6: 我国电力信息化投资规模 单位：亿元	4
图 7: 恒华科技营业收入及同比增速 单位：万元	5
图 8: 恒华科技归属母公司净利润及同比增速 单位：万元	5
图 9: 恒华科技综合毛利率和净利率水平变化情况	5
图 10: 恒华科技费用率变化情况	5
图 11: 恒华科技公司分业务收入构成	6
图 12: 恒华科技分业务毛利率变化情况	6
图 13: 恒华科技分区域营收变化情况 单位：万元	6
图 14: 恒华科技主要客户收入贡献情况	6

表格目录

表 1: 国家电网“三集五大”主要内容	3
表 2: 恒华科技募投项目及达产后的预期收益介绍	7
表 3: 可比公司估值情况	8
附表: 恒华科技财务预测（百万元）	9

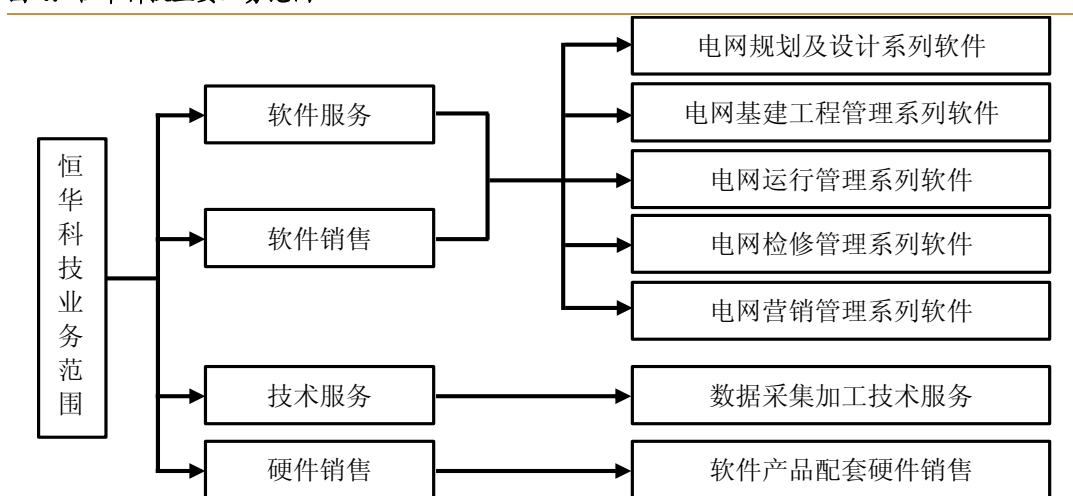
一、智能电网信息化服务提供商

（一）公司概况

恒华科技定位于智能电网领域信息化服务，为智能电网提供资产全生命周期的一体化、专业化信息服务。

公司产品覆盖电网规划设计、电网基建工程管理、电网运行管理、电网检修管理和电网营销管理等多项业务环节，拥有具备自主知识产权的资源管理平台(FRP)和图形资源平台(GRP)以及企业信息集成服务平台(EISP)等三大核心技术，是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。

图 1：恒华科技主要业务范围



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

图 2：电网资产全生命周期管理领域



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

（二）股权结构

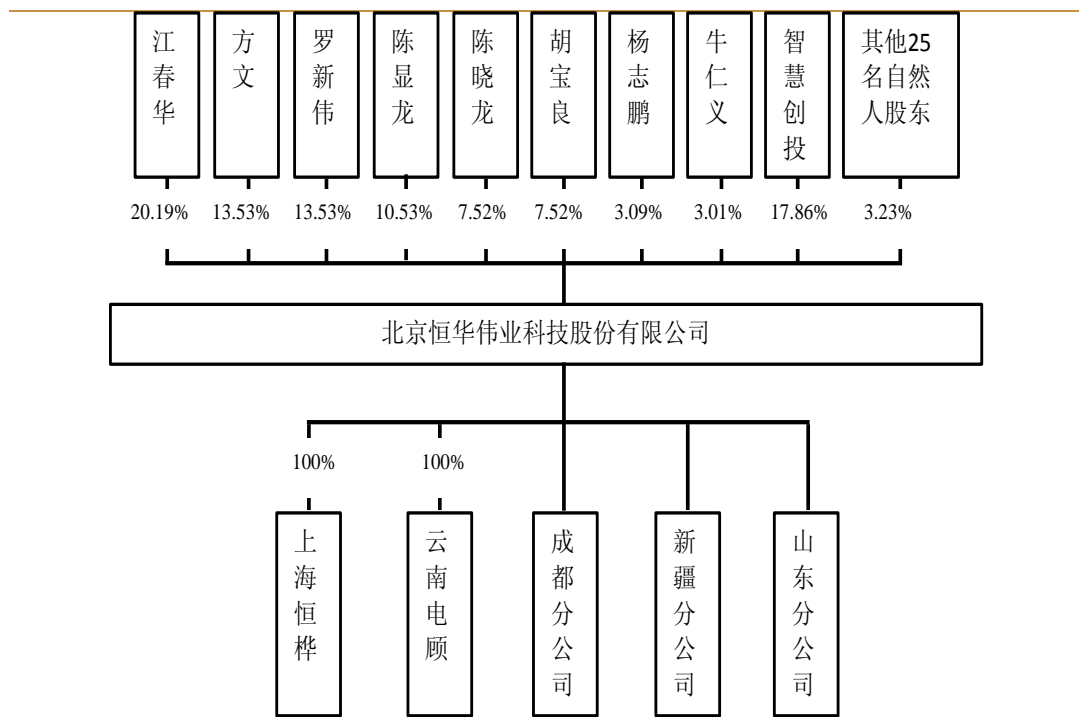
公司控股股东和实际控制人为江春华、方文、罗新伟、陈显龙等四位发起人组成的经营团队，通过一致行动协议对恒华科技实施实际控制，本次发行前四人合计持有公司 57.78% 的股份。

此外，持有公司股权超过 5% 的股东还有智汇创投以及陈晓龙和胡宝良，分别持有 17.86% 以及 7.52% 和 7.52% 股份。

公司发行前总股本 4200 万股，本次发行 1208 万股，其中新股发行 632 万股，老股公开发售 576 万股，发行后总股本 4832 万股，江春华、方文、罗新伟、陈显龙四人本次均不发售所持股份。

此次共有 9 名股东参与老股转让，计划上限为 1270.35 万股。

图 3：公司股权结构（发行前）

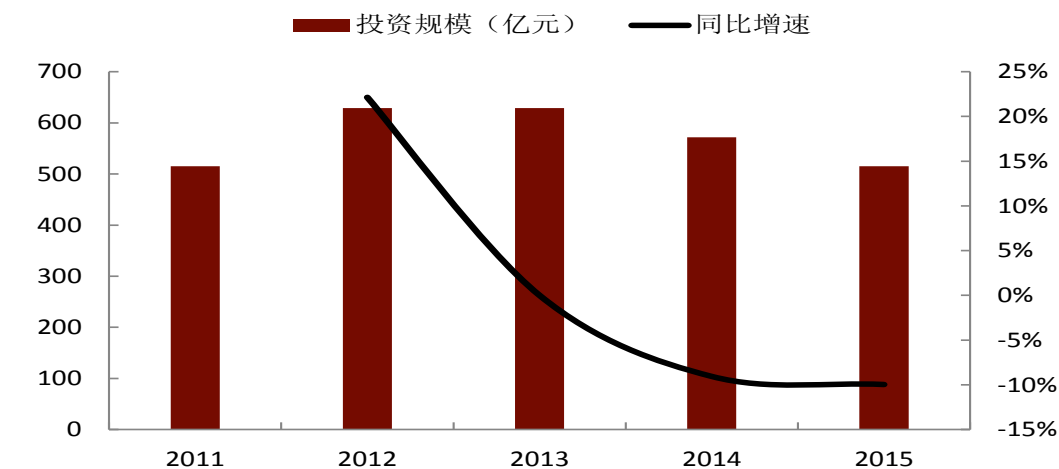


数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

二、智能电网信息化需求预测

2011 年以来，我国智能电网进入全面建设阶段，投资规模保持在较高水平，根据国网与南网的“十二五规划”，“十二五”期间我国电网建设总规模接近 3 万亿，其中国网将累计投入 2.55 万亿，南网将投入 4000 亿元，大幅超过 2007~2010 年的投入规模。在此当中，智能化投资占电网投资的比重将由过去的 6.19% 提高至 11.67%。

图 4：国家电网“十二五”电网智能化投资规模 单位：亿元



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

我们认为，目前我国智能电网的基础建设已近中后期，随着“三集五大”的逐步推进，电网在高效化、集约化、自动化方面的推进已收获规模效应，接下来将是围绕在公司规划、建设、运行、生产、营销等主要业务领域展开 IT 深化应用，实现进一步优化业务流程，将企业管理由条块分割向协同统一、分散粗放向集中精益方式的根本性转变。

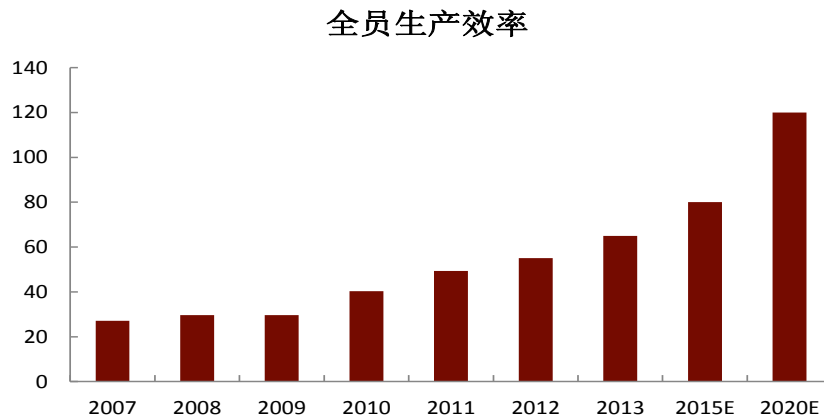
表 1：国家电网“三集五大”主要内容

战略	项目	内容
三集	人力资源集约化管理	建设以公司总部为决策调控中心，网省公司、直属单位为管理责任主体的人力资源组织体系
	财务集约化管理	构建以总部为决策调控中心，网省公司为管理责任主体的集约高效的财务组织体系，推行会计集中核算、资金集中管理、资本集中运作、预算集约调控、风险在线监控，切实提高财务管控能力
	物资集约化管理	建立总部和网省公司两级物资管理组织体系及相应的物资服务机构，推行物资统一管理，加强物资管理基础建设，推进物资标准化工作，深化招标采购管理，强化物资应急体系建设
五大	大规划体系	建立公司统一规划、各专业相互协调、各类规划计划有机衔接的一体化规划计划管理体系
	大建设体系	统一电网建设管理流程、技术规范和建设标准，强化建设关键环节管控，加强建设职能、工程项目和建设队伍的专业化管理，提高电网建设安全质量和工艺水平，提升建设管理效率和效益
	大运行体系	整合公司调度运行与设备运行相关业务，调整调度体系功能结构，变革组织架构、创新管理方式、优化业务流程，建立各级输变电设备运行集中监控与电网调度业务高度融合的一体化调度控制体系
	大检修体系	统筹公司人力、技术、装备资源，有效利用社会资源，实施检修专业化和运维一体化，全面深化状态检修，建立按电压等级运维检修输变电设备的生产体系
	大营销体系	创新管理模式，变革组织架构，优化业务流程，实施 95598 客户服务、建立 24 小时面向客户的统一供电服务体系，形成业务在线监控、服务实时响应的高效运作机制

数据来源：西南证券研发中心整理

从数据来看，国网公司在集约化、标准化、信息化、自动化的应用下，已实现对全员生产效率的显著提升，2013 年，国网公司每人每年创造价值已从 2007 年的 27 万元提高到 65 万元，预计到 2020 年每人每年将创造 120 万元的价值。

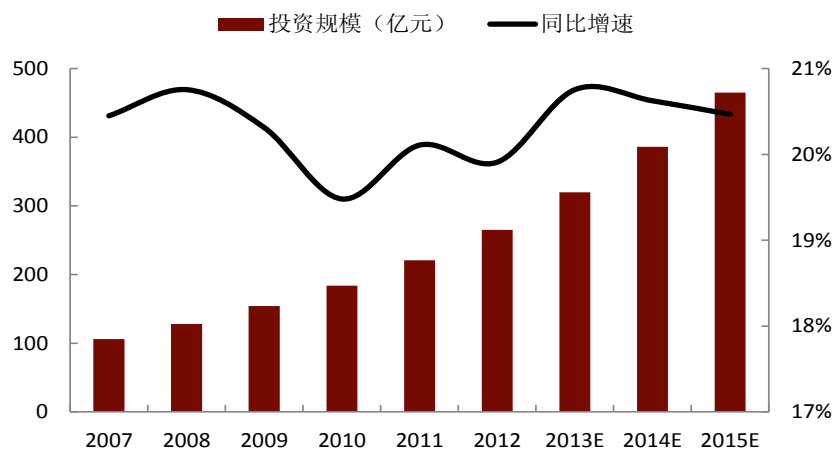
图 5：国家电网全员生产效率情况及预测 单位：万元/人·年



数据来源：《2012 年国家电网社会责任报告》、西南证券研发中心整理

根据中国电力企业联合会的数据显示，2007 年，我国电力行业信息化市场规模 106 亿元，到 2013 年这一数据增长到 320 亿元，年增速保持在 20% 左右。随着智能电网建设规划实施的推动，我国电网信息化投资规模将保持稳步增长。

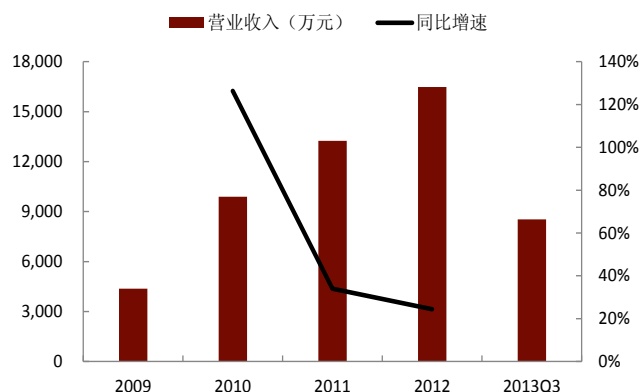
图 6：我国电力信息化投资规模 单位：亿元



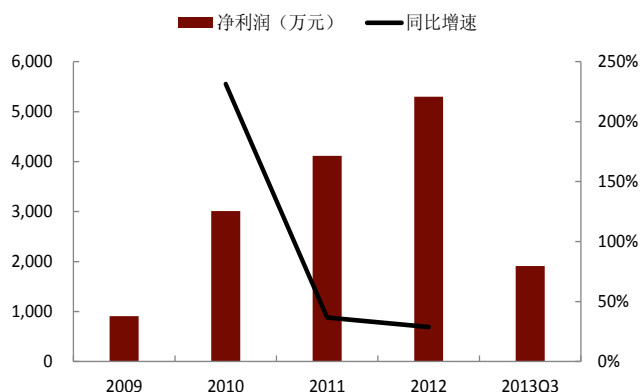
数据来源：中国电力企业联合会、西南证券研发中心整理

三、公司业务分析

受益于智能电网的大规模投资，公司 2010-2012 年间营收实现了较大幅度增长，分别为 0.99 亿元、1.32 亿元和 1.65 亿元，同比增长分别为 126.3%、33.98% 和 24.37%；实现归属母公司股东净利润分别是 0.30 亿元、0.41 亿元和 0.53 亿元，同比增长分别为 231.3%、36.7% 和 28.8%。

图 7：恒华科技营业收入及同比增速 单位：万元


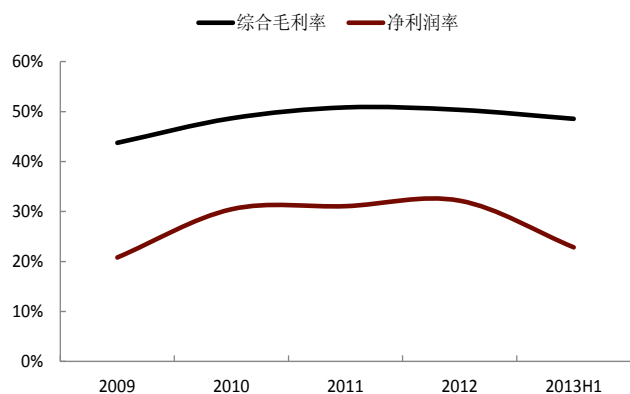
数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

图 8：恒华科技归属母公司净利润及同比增速 单位：万元


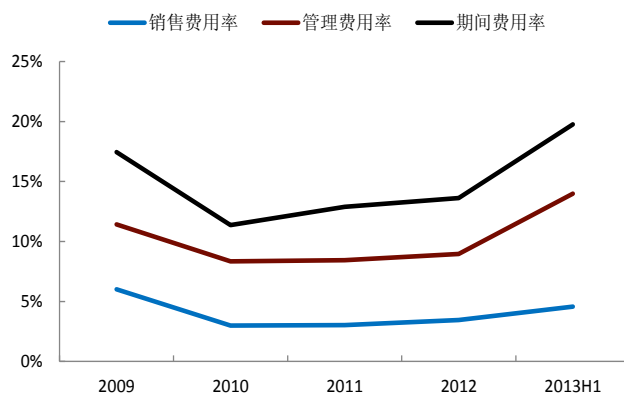
数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

考虑到电网企业对于采购价格的敏感度较低，因此公司的综合毛利率一直保持在相对稳定的水平，从 2010 年至 2013 年上半年，公司综合毛利率分别为 48.7%、50.8%、50.3%和 48.6%。

随着智能电网投资规模的扩大，公司人员规模和市场拓张力度也在随着上升，因此管理费用率和销售费用率增长较为明显。2010 年至 2013 年上半年，公司管理费用率从 8.34% 上升至 13.99%，销售费用率从 2.99% 增长至 4.56%，上市后公司品牌知名度得到提升，品牌效益将有助于公司市场开拓，加上未来募投项目的顺利达产，公司的期间费用率将保持在稳定水平。

图 9：恒华科技综合毛利率和净利率水平变化情况


数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

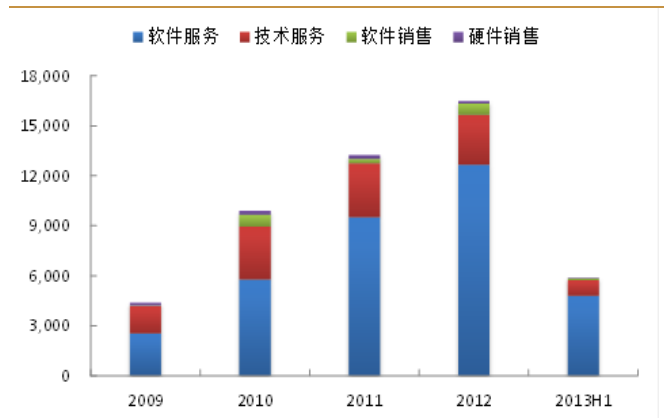
图 10：恒华科技费用率变化情况


数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

分业务看，软件服务是公司营收的主要来源，2013 年上半年，公司软件服务实现收入 4807 万元，占营收比重为 81.66%；技术服务做为公司次主要收入来源，2013H1 占营收比重为 15.65%。

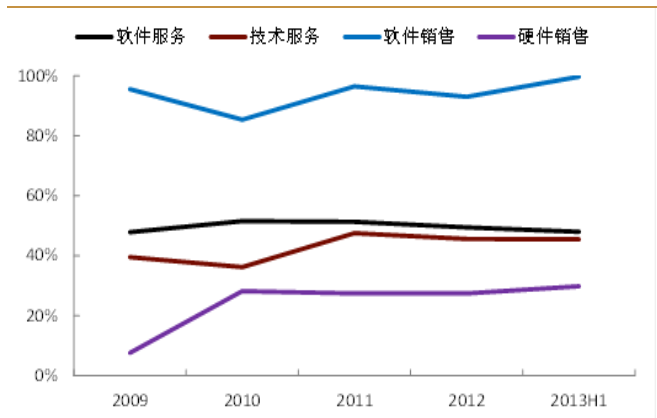
从产品附加值来看，不同于软硬件销售，软件服务和技术服务具有较高的客户黏性和附加值，而且毛利率不会出现较大波动。

图 11：恒华科技公司分业务收入构成



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

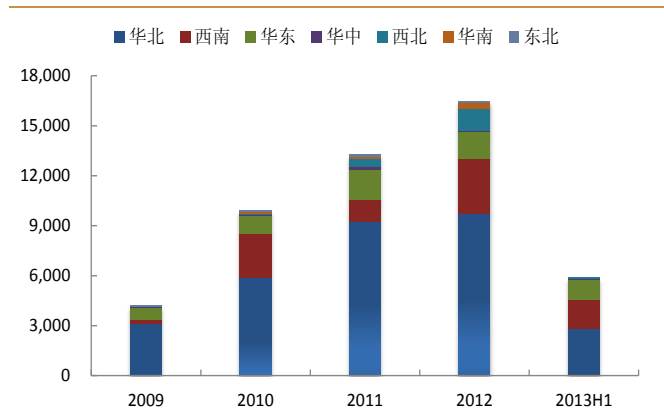
图 12：恒华科技分业务毛利率变化情况



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

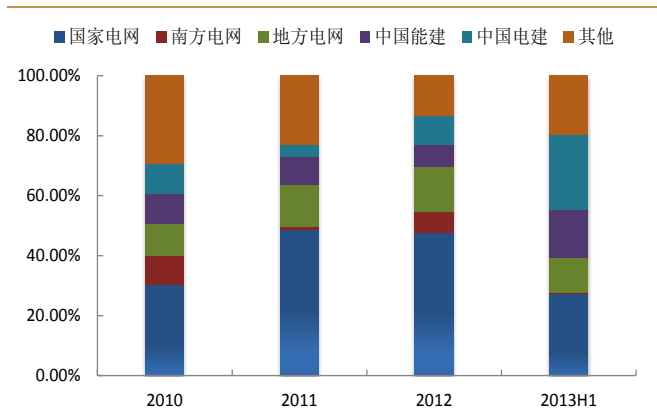
分区域看，或受地域因素的影响，公司收入主要来自于华北地区，2013 年上半年，来自于华北地区的收入占公司营收比重为 73.96%。

图 13：恒华科技分区域营收变化情况 单位：万元



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

图 14：恒华科技主要客户收入贡献情况



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

从客户结构来看，近年来，公司来自于非电力客户的收入占营收比重在 20%左右，2013 年上半年，非电力客户贡献收入占营收比重为 35.61%，客户结构逐渐多元化，将有效降低公司收入单一客户依赖性较大的风险。

四、募投项目情况

公司此次募投资金将主要用于基建管控产品开发和内部研发实力的提升，目的是为了提升公司产品的核心竞争力和综合实力。

表 2：恒华科技募投项目及达产后的预期收益介绍

项目名称	项目总投资 (百万元)	募集资金投入 (百万元)	自有资金投入 (百万元)	建设期 (月)	年增利润 (百万元)	内部收益率 (%)	投资回收期 (年)
基建管控标准化管理系统开发项目	96.91	96.91	0.00	36	17.8	39	1.3
智能电网移动应用系统开发项目	36.49	33.20	3.29	24	15.4	32	4.2
软件平台升级项目	60.61	53.65	6.97	24	14.1	36	4.0
研发中心建设项目	48.08	48.08	0.00	24	NA	NA	NA
合计	242.09	231.84	10.25		47.3		

数据来源：招股说明书，西南证券研发中心整理

募投项目中的基建管控标准化管理系统开发和软件平台升级项目在募集资金投入的当年即可产生效益，预计在第一年、第二年和第三年的收入合计分别为 7,008.4 万元、11,905.60 万元和 11,806.80 万元，扣除折旧、摊销技术开发支出及其他费用税收等项目后预计可实现净利润合计为 1,926.28 万元，3,200.45 万元和 2,666.19 万元。截至 2013 年 6 月 30 日，基建管控标准化管理系统开发项目已经为公司贡献利润 2,364.81 万元。

公司此次募投项目的顺利实施将有助于核心竞争力的提升，考虑到智能电网建设对于信息化深入需求的爆发，公司有望凭借“一体化”服务优势和良好的客户关系保持快速发展。

若按公司发行后总股本 5208 万股计算，不考虑之后的股本扩张，募投项目顺利达产后可增厚公司 EPS 在 0.91 元左右。

六、盈利预测与投资建议

盈利预测说明与假设：

- 募投项目如期投入并产生收益；
- 公司两大优势业务软件服务和技术服务收入保持稳定增长，且毛利率保持稳定；
- 移动应用服务顺利进入市场，并在电网企业中得到推广应用；
- 享受高新技术企业 15% 的所得税优惠政策

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 1.93 亿元、2.30 亿元和 2.73 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.56 亿元、0.68 亿元和 0.77 亿元。

按发行后股本计算，我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 1.08 元、1.30 元和 1.48 元，43.21 元的发行价对应 PE 分别为 40 倍、33 倍、29 倍，根据公司下游客户的行业特性，我们选取了 A 股公司中下游应用是电力行业的四家公司，分别为远光软件、榕基软件、东软集团和用友软件，参考可比公司估值情况及公司未来的成长性，我们认为给予公司 2014 年 25-30 倍的估值是合理的，对应合理价格区间 32.5—39 元。

表 3: 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价（元） 2014/1/20	EPS(元)			PE（倍）		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
002063.SZ	远光软件	18.09	0.78	1.05	1.30	23	17	14
002474.SZ	榕基软件	12.45	0.44	0.50	0.60	28	25	21
600718.SH	东软集团	13.35	0.48	0.63	0.81	28	21	16
600588.SH	用友软件	15.19	0.54	0.65	0.85	28	23	18
均值						26.75	21.50	17.25

数据来源: WIND, 西南证券研发中心整理

七、风险提示

收入单一性风险, 公司收入主要来自于电网企业, 智能电网建设进度减缓或者投资规模下降, 将对公司的业绩造成较大负面影响;

市场竞争加剧的风险;

人力成本上升的风险。

附表：恒华科技财务预测（百万元）

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	44	158	161	273	营业收入	164.77	192.94	229.64	273.03
应收和预付款项	93	57	90	65	减:营业成本	81.82	100.17	118.00	144.59
存货	23	20	30	31	营业税金及附加	3.11	3.86	5.74	6.83
其他流动资产	1	1	1	1	营业费用	5.68	6.37	7.58	9.01
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	14.75	16.59	19.52	23.21
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	2.02	-0.17	-0.95	-1.36
固定资产和在建工程	54	49	54	61	资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	4	4	5	4	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1	1	1	1	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	219	290	342	437	其他经营损益	0.00	1.00	2.00	3.00
短期借款	9	9	9	9	营业利润	57.42	66.12	79.75	90.75
应付和预收款项	17	34	20	39	加:其他非经营损益	4.86	0.00	0.00	0.00
长期借款	13	10	8	7	利润总额	62.29	66.12	79.75	90.75
其他负债	2	3	3	3	减:所得税	9.28	9.92	11.96	13.61
负债合计	41	56	40	58	净利润	53.01	56.20	67.79	77.14
股本	42	42	42	42	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	17	17	17	17	归属母公司股东净利	53.01	56.20	67.79	77.14
留存收益	118	175	242	320	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	178	234	302	379	经营性现金净流量	17.84	117.61	15.54	126.10
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	0.25	-1.17	-11.71	-13.75
股东权益合计	178	234	302	379	筹资性现金净流量	-13.02	-1.83	-0.81	-0.25
负债和股东权益合计	219	290	342	437	现金流量净额	5.06	114.60	3.02	112.11

数据来源: wind, 西南证券研发中心整理

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn