



打造电网“天猫”云平台 转型迈入新阶段

——恒华科技 (300365.SZ) 深度研究报告

投资要点：

● 依托多年电力信息化积累，积极布局战略转型

公司在电力信息化领域深耕15年，为智能电网提供全生命周期的一体化、专业化信息服务，营销服务体系覆盖全国，客户质量优异。公司坚持“一体两翼”规划，积极布局战略转型。

● 打造电网“天猫”云平台，推动商业模式转变

1) 打造电网垂直领域云平台，由设计切入带动施工单位与设备供应商入驻，不断拓展盈利模式，推动公司商业模式转变。2) 公司多渠道夯实基础数据，通过内生与外延结合不断增强云平台核心软件服务 3) “互联网+招标采购”政策出台，对公司云平台发展重大利好；百亿级设计市场与千亿级施工投资、设备采购市场支撑公司云平台未来业务放量增长。

● 乘电改政策东风，布局进军售电、微网领域

1) 电改政策推动发电、售电侧逐步放开，电力交易具有万亿级市场空间。2) 云平台将为前瞻布局售电、微网领域提供强大的人才和技术支撑。3) 公司具备提供微网建设一体化服务的实力；抓住机遇不断前瞻布局，为切入微网领域积累经验。4) 密切把握政策脉搏，公司未来有望进入售电领域；与国电新能源合作，利于公司在售电信息化等相关领域积累经验。

● 传统主业业绩向好，股权激励彰显未来信心

1) 公司2015年中报业绩增长明显，全年业绩预计将增长至少30%以上；能源局公布《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》，受益配电建设投资增长推动，公司未来5年业绩有望实现迅猛增长。2) 2015年6月19日，股权激励方案获董事会通过，价格为17.11元。

● 公司打造电网领域“天猫”云平台，转型迈入新阶段。预计公司15-17年EPS分别为0.47、0.68和0.91元，维持“推荐”评级。

● 主要风险因素：1. 业务进展不及预期；2. 政策风险；3. 竞争加剧

主要财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	228	322	466	611
增长率 (%)	14.84%	41.38%	44.64%	31.25%
归属母公司股东净利润 (百万元)	61	82	119	160
增长率 (%)	1.88%	36.02%	44.13%	34.61%
每股收益 (元)	0.34	0.47	0.68	0.91
PE	92.44	67.92	47.13	35.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

恒华科技 (300365.SZ)

推荐 维持评级

分析师

沈海兵

■：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

特此鸣谢：

田杰华

■：(8621) 2025 7805

✉：tianjiehua@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2015.10.20

A股收盘价(元)	33.10
A股一年内最高价(元)	71.01
A股一年内最低价(元)	17.65
上证指数	3425.33
市净率	10.28
总股本(亿股)	1.76
实际流通A股(亿股)	0.58
流通A股市值(亿元)	19.05

相关研究

《共享经济深度研究之一：不求天长地久，只求曾经拥有》2015-10-12

《恒华科技(300365)：前瞻布局，迈出进军微网领域重要一步》2015-10-20

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、打造电网“天猫”云平台，推动商业模式转变

1) 公司打造电网垂直领域云平台，由设计切入带动施工单位与设备供应商入驻，不断拓展盈利模式，推动公司商业模式转变。2) 多渠道夯实基础数据，打造云平台核心竞争力：牵手亿力吉奥，提供现状电网数据等 GIS 数据支撑；与国家测绘地理信息局职业技能鉴定中心合作建设测绘地理信息在线教育系统平台，获取全国的测绘人员信息，建立全国测绘人员社交圈，实现测绘数据共享。3) 不断拓展核心软件服务，增强云平台用户粘性：控股道亨时代，布局云平台输电线路软件设计工具；增资珠海政采，利用其丰富的电子化采购服务经验搭建公司云平台招投标功能模块。4) “互联网+招标采购”政策出台，对公司云平台发展重大利好；百亿级设计市场与千亿级施工投资、设备采购市场支撑公司未来云平台业务放量增长。

2、乘电改政策东风，布局进军售电、微网领域

1) 电改政策频发，推动发电、售电侧逐步放开，电力交易具有万亿级市场空间。2) 多年电力信息化领域积累奠定雄厚基础，同时公司云平台为布局售电、微网领域提供强大的人才和技术支撑。3) 公司具备提供微网建设一体化服务的实力，未来有望从微网建设中的某一环节切入，实现微网市场的突破。抓住机遇不断前瞻布局，为切入微网领域积累经验，与公司云服务平台业务具有很强协同性，未来发展前景广阔。4) 密切把握政策脉搏，公司未来有望进入售电领域；与国电新能源公司合作，利于公司在售电信息化等领域积累经验。

3、传统主业业绩向好，股权激励彰显未来信心

1) 公司 2015 年中报业绩增长明显，全年业绩预计增长将在 30%以上；能源局公布《配电网建设改造行动计划(2015-2020 年)》，受益配电建设投资增长推动，公司未来 5 年业绩有望实现迅猛增长。2) 2015 年 6 月 19 日，向公司 137 位高级管理人员和核心骨干人员开展股权激励方案获董事会通过，授予价格为 17.11 元。

我们与市场不同的观点：

我们认为，公司通过打造电网垂直领域云平台，由设计切入带动施工单位与设备供应商入驻，不断拓展盈利模式，推动公司商业模式转变，有望成为电网领域的“天猫”平台；同时，公司乘电改政策东风，前瞻布局售电、微网领域。当前，能源互联网正处于起步阶段，公司应当按照互联网体系估值，未来发展空间极为广阔。

估值与投资建议：

公司打造电网垂直领域“天猫”云平台，推动公司商业模式转型；积极布局进军售电、微网领域。云平台于 2015 年 9 月正式上线，公司转型迈入新阶段。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.47、0.68 和 0.91 元，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

云平台用户增长及业务不断落地；电改 9 号文配套实施政策发布；电网领域投资增长。

主要风险因素：

(1) 业务进展不及预期；(2) 政策风险；(3) 竞争加剧。

目 录

一、依托多年电力信息化积累，积极布局战略转型	3
(一) 公司在电力信息化领域具有多年积累	3
(二) 坚持“一体两翼”规划，布局公司战略转型	5
二、打造电网“天猫”云平台，推动商业模式转变	5
(一) 云平台实现信息共享互通，推动商业模式转变	6
(二) 多渠道夯实基础数据，打造云平台核心竞争力	8
(三) 不断拓展核心软件服务，增强云平台用户粘性	10
(四) 招标政策助力发展，云平台未来市场空间广阔	12
三、乘电改政策东风，前瞻布局微网、售电领域	13
(一) 政策东风劲吹，推动发电、售电侧逐步放开	13
(二) 人才、技术等优势助力公司微网、售电领域布局	15
(三) 抓住机遇前瞻布局，切入微网将大有作为	15
(四) 密切把握政策脉搏，未来有望进入售电领域	17
四、传统主业业绩向好，股权激励彰显未来信心	20
(一) 主业积极向好，配电投资增长将带来业绩提升	20
(二) 股权激励增强凝聚力，彰显公司未来发展信心	22
五、盈利预测与投资建议	22
插图目录	25
表格目录	26

一、依托多年电力信息化积累，积极布局战略转型

(一) 公司在电力信息化领域具有多年积累

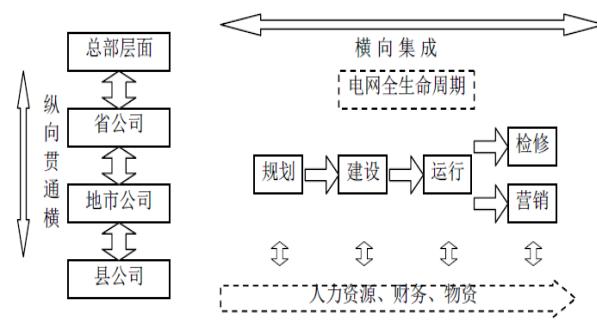
公司在电力信息化领域深耕 15 年，为智能电网提供全生命周期的一体化、专业化信息服务，是国内对智能电网业务信息化服务覆盖面最广的软件企业之一。公司创立于 2000 年，是专注于智能电网信息化软件研发和系统集成的专业供应商。公司业务资质完备，具有互联网地图服务测绘甲级、工程测绘乙级、工程勘察乙级、工程设计乙级等资质，拥有计算机软件著作权 79 项。公司自主开发了资源管理平台（FRP）、图形资源平台（GRP）及企业信息集成服务平台（EISP）三大核心技术，将物联网的技术与理念应用于智能电网的建设，具有为电网公司提供数据采集、规划设计、基建管理、运营维护和营销管理等全周期、一体化信息服务的能力。公司管理层及核心团队多年来一直从事智能电网信息化工作，具有丰富的项目运营经验，可以确保本公司能持续推出最大程度地契合电网规划、设计、建设、运营、维护和营销等方面实际业务需要的产品，并提供富有针对性的服务，从而长久地保持本公司在行业中的领导地位。

图 1：公司软件业务涉及电网资产全生命周期管理领域



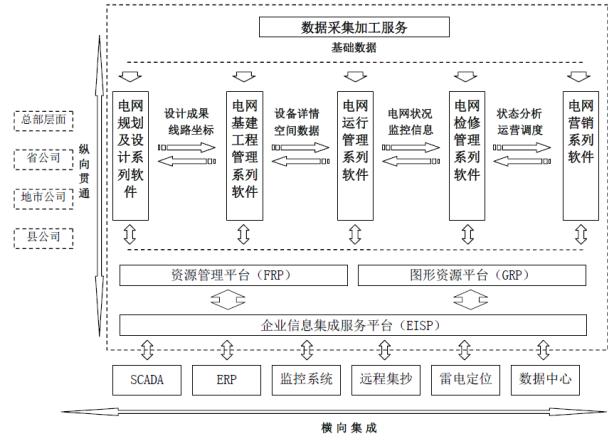
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 2：公司为电网信息一体化提供完整的业务平台



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 3：恒华科技电网信息一体化软件平台



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

公司营销服务体系覆盖全国，客户质量优异。公司以北京为基地，在上海、成都、昆明、山东、广州等地设有分支机构，在全国建立了 12 个办事处，业务遍及 30 个省市自治区及部分境外市场。主要客户包括国家电网、南方电网、中广核、国家核电、大唐集团等优质企业。2014 年前五大客户销量占总收入的 38.26%，对单一客户的依赖性弱。当前，我国共有设计院 2000 多家，包括省级设计院 38 家，地级市设计院 270 余家，公司主要客户群可覆盖超过一半的省级设计院。

表 1：公司产品和服务系列的应用领域及主要客户

产品和服务系列情况	应用领域及主要客户
电网规划及设计系列软件	主要使用对象是电网设计与科研单位。例如国核电力规划设计研究院、国网北京经济技术研究院，山西省、河南省、福建省电力公司等
电网基建工程管理系列软件	主要使用对象是电网基建工程参建单位。例如国家电网、北京中电普华信息技术有限公司、国家电网交流建设分公司、国家电网直流建设分公司、北京网联直流工程技术有限公司、中国电力技术装备有限公司等
电网运行管理系列软件	用户主要包括各电网公司及下属单位，例如中国电力科学研究院、北京市电力公司电缆公司、河南电力试验研究院等
电网检修管理系列软件	主要使用对象是各电网公司下属运行检修单位，例如四川平昌供电有限责任公司、沁阳市电力综合公司等。
电网营销管理系列软件	用户主要包括电网公司及其下属单位。例如：北京中电普华信息技术有限公司、青海省电力公司、山西省电力公司临汾供电公司等
数据采集加工服务	主要服务于电网公司及下属单位，例如：贵州电力设计研究院、北京国电华信诚电力技术咨询有限公司、内蒙古电力勘测设计院、山西省电力勘测设计院、上海电力设计院有限公司、江苏省电力设计院、安徽省电力设计院、北京电力经济技术研究院、天津市普迅电力信息技术有限公司等。

资料来源：招股说明书，银河证券研究部

图 5：公司营销服务体系
图 6：公司主要服务客户



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

(二) 坚持“一体两翼”规划，布局公司战略转型

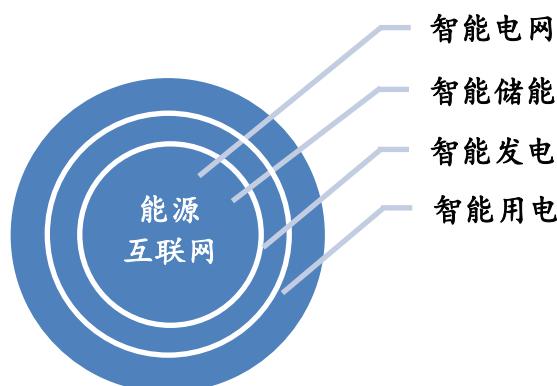
公司坚持“一体两翼”规划，积极布局战略转型。公司在发展过程中始终坚持“一体两翼”发展战略，其中“一体”即保持目前公司主体和主业的发展，继续致力于智能电网信息化领域的技术创新和业务拓展，巩固公司在智能电网信息一体化服务市场中的领先地位；稳步推进开放式的云服务平台建设，寻求商业模式和盈利模式的转变，促进公司第二次飞跃发展。“两翼”即梦工坊创新孵化基地和国际事业部，梦工坊小微企业孵化基地致力于为公司培养合格的上下游供应商，同时也将成为公司员工的创新基地；国际事业部将依托公司在智能电网信息化领域的技术和服务优势将配电网业务拓展至国际市场。同时，公司在继续巩固现有技术、业务与市场优势的同时，也在积极拓展自身在交通、节能环保、在线教育等新领域的发展。

图 7：公司“一体两翼”战略布局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 8：能源互联网图解



资料来源：中国电网，中国银河证券研究部

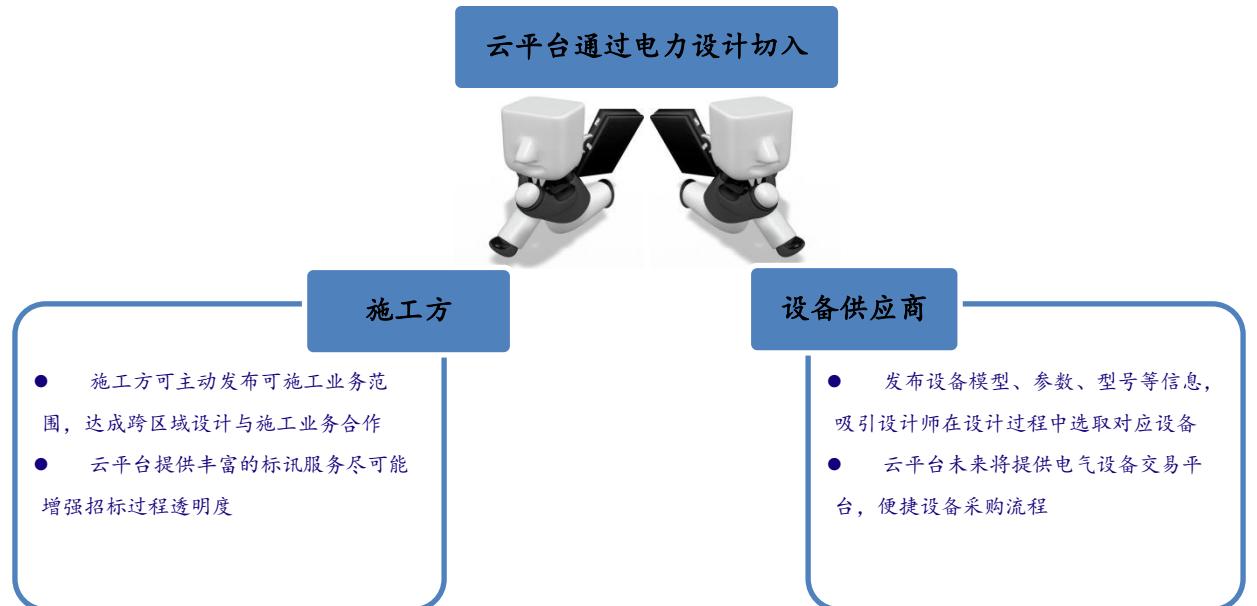
二、打造电网“天猫”云平台，推动商业模式转变

(一) 云平台实现信息共享互通，推动商业模式转变

基础数据不共享成为跨地域电网设计重要阻力，信息不能自由获取是行业客户的最大痛点。电网设计所需数据具有类型多、体量大、价值高、使用频次低等特点。以往由于电网设计招标往往局限于本地设计单位，基础数据采集可以相对集中。然而，目前电网设计招标已经打破地域限制，在全国范围内的招投标过程中，非本地设计单位的一项重要竞争优势便是对于项目所在地的基本地理信息与电网信息的缺失，重复采集导致设计成本大幅提升。据估算，每当电网设计基础数据利用率调高 10%，电网公司的利润水平便可提升 20%-50%。

云平台由设计切入，打通跨区域基础数据和信息壁垒，带动施工单位与设备供应商入驻。在云平台初始发展阶段，公司可通过提供云平台提供专业化的设计软件 SaaS 服务与海量电网建设基础数据吸引设计院及设计师注册。由于设计在整个工程建设中具有龙头牵引作用，设计人员的注册将进一步吸引施工单位的入驻。随着双方人员的对接与协调，平台将逐步承担起配电网项目工程设备选型和材料选型作用，极大地吸引相关设备供应商在该平台发布产品信息数据与产品广告，完成设计、施工、原材料购买与设备供给的电网建设全流程服务，构建起一个大型的专业化社区交易平台。

图 9：云平台通过设计切入，吸引施工方与设备供应商上线注册



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

云平台实现产业链上下游信息共享互通，未来有望成为电网垂直领域的“天猫”平台。公司云平台是基于云计算、互联网、移动计算等技术所构建的专业信息化服务平台，面向广大行业用户，提供垂直领域线上线下信息共享、专业数据服务、管理信息化、业务信息化等在线

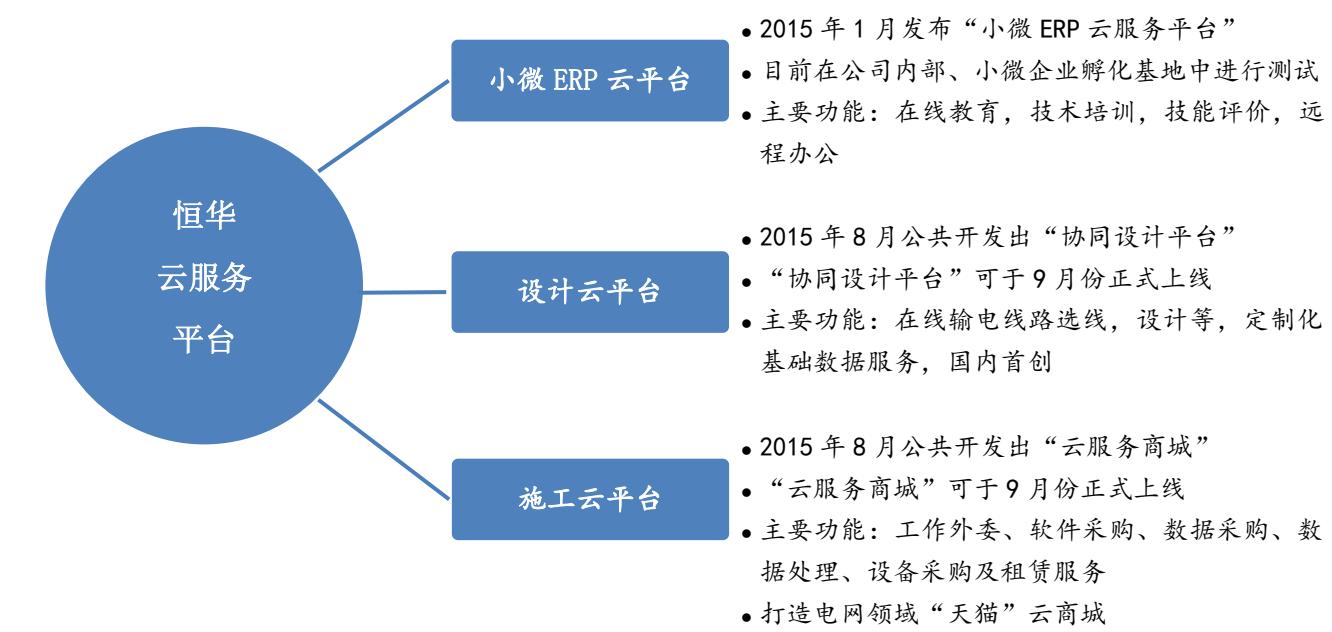
SaaS 服务。云平台由设计云服务平台、施工管理云服务平台以及小微 ERP 云服务平台组成，致力于为电网设计师、施工单位及测绘人员提供智能电网运行管理的多维度、全周期服务。主要产品模块包括：小微 ERP、云服务商城、协同设计、在线教育、EPC 总承包、招投开评等。平台具有四个特点：一是基于公司传统项目经验深度贴合用户实际业务需求；二是云端部署、即开即用；三是移动互联、多终端协同；四是弹性拓展，支持海量用户。随着平台用户数量的不断积累，公司未来有望打造成为电网垂直领域的“天猫”云平台。

图 10：云服务平台业务框架



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 11：云服务平台开展进展



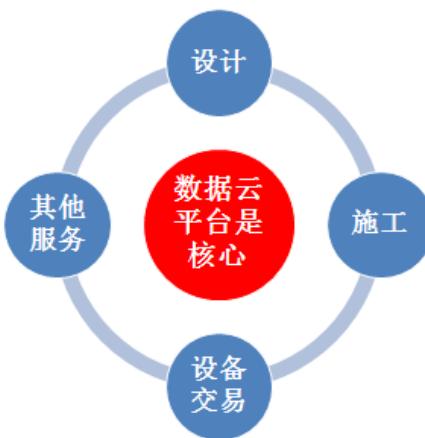
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

云平台盈利模式不断拓展，目前包括数据服务收入分成、会员费、广告费、标讯订阅以及其他增值服务等，未来有望产生更多盈利模式，推动公司商业模式转变。云平台以数据服务为起点进行搭建，通过设计师的加盟带动施工单位与设备供应商的注册，实现从电网基础数据与招标信息共享平台至B2B/B2C电气设备交易平台的扩展。在业务层面来看，将从之前点对点地为客户提供服务转变为面向整个行业提供公共服务，公司也将从一个软件服务提供商转变为一个信息平台运营商和相关增值服务的提供商。目前盈利包括数据服务收入分成、会员费、广告费、标讯订阅以及其他增值服务等；我们认为，公司平台可通过对产业链行业上下游信息整合，未来有望产生更多盈利模式，推动公司商业模式转变。

(二) 多渠道夯实基础数据，打造云平台核心竞争力

数据是云服务平台的核心，公司通过不断夯实基础数据服务，打造云平台核心竞争力。当前电力市场的招投标竞争日趋激烈，项目公司对于标讯信息的有效获取以及随后关于招标项目的资料收集与信息汇总就显得十分重要。电力工程项目投标书的制作往往需要大量的专题图、卫星影像、设备数据、现状电网数据，以及交通、水利、电力等工程建设领域的基本数据，这些数据的可靠性与质量水平将直接影响到对电网路径的优化。在云平台的各项服务中，电网数据采集加工是构建电网数据库最基础、最重要的环节，是智能电网信息化建设不可或缺的部分。为实现电网设计数据的高效整合，公司从三方面入手：一是牵手亿力吉奥以获取现状电网数据；二是与国家测绘地理信息局职业技能鉴定中心合作建设测绘地理信息在线教育系统平台，集中全国优秀测绘人员，鼓励多方数据共享；三是建立唐山数据中心，扩充存储容量，提升数据安全。

图 12：数据是云平台核心

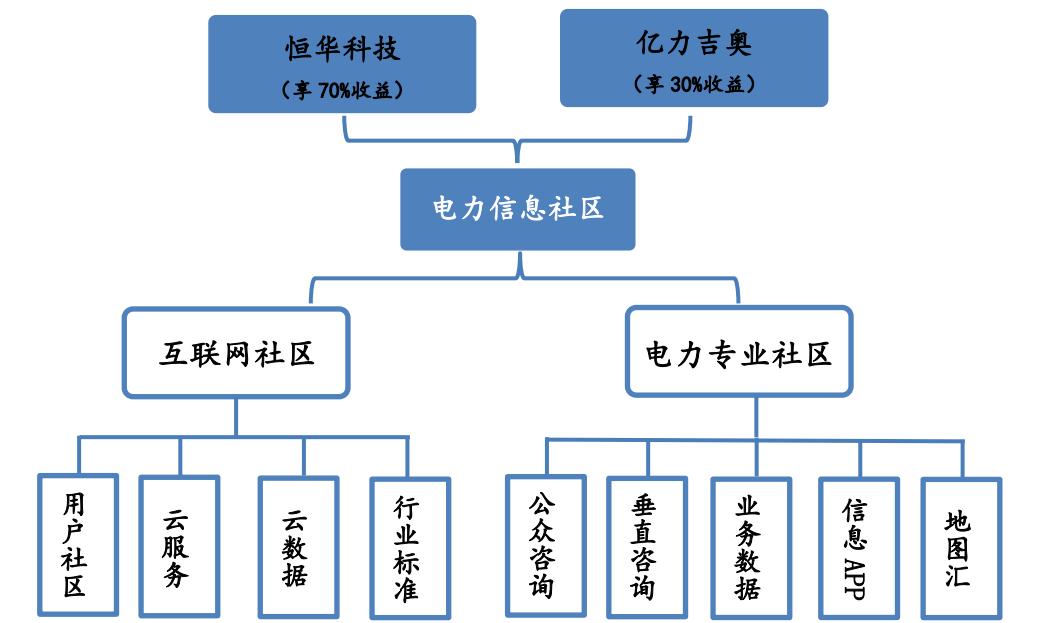


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

牵手亿力吉奥，提供现状电网等 GIS 数据支撑，增强云服务平台基础数据服务功能和核心粘合力。2015 年 6 月 2 日，恒华科技与亿力吉奥签署《电力信息社区项目合作协议》，双方以“利润共享，费用自担”的方式共同搭建面向电力工作人员、行业专家、设计企业、工程公司、设备厂家、材料厂家的“电力信息社区”，在合作中恒华科技主要负责面向公众的公有云

平台的管理，亿力吉奥则集中发力于面向行业内部公司的私有云平台的运营，各平台收益双方共享，其中恒华科技享有 70%，亿力吉奥 30%。亿力吉奥作为国家电网公司旗下首个、也是唯一一个同时具备地理信息系统工程和互联网地图服务双甲级测绘资质的公司，是国网 GIS (Geographic Information System, 地理信息系统) 和 MIS (Management Information System, 管理信息系统) 系统的数据中心，此次合作将对公司未来云平台的搭建提供重要的数据支撑，公司既可直接向设计人员提供 GIS 系统中的现状电网数据以提升设计云平台的服务质量，还可通过分析 MIS 系统中的数据获取设备的参数及运行状态以及厂家的设备质量信息，为云服务商城奠定数据基础。

图 13：电力信息社区服务范围



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

与国家测绘地理信息局职业技能鉴定中心合作建设的测绘地理信息在线教育系统平台，通过该平台将会获取到全国的测绘人员信息，建立全国测绘人员社交圈，实现测绘数据的共享。“国家测绘地理信息在线教育系统平台”是 2015 年公司为国家测绘地理信息局职业技能鉴定指导中心开发的在线继续教育服务平台，是公司为构建智能电网行业信息化服务生态圈的重要布局，该业务的开展也是公司于在线教育领域所实现的重大跨越。当前我国测绘师共计 20 余万人，测绘地理信息在线教育系统将通过注册等方式获取到全国的测绘人员信息，建立全国测绘人员社交圈，实现数据共享，进一步增强云平台的数据服务能力。

图 14：公司在线教育培训系统



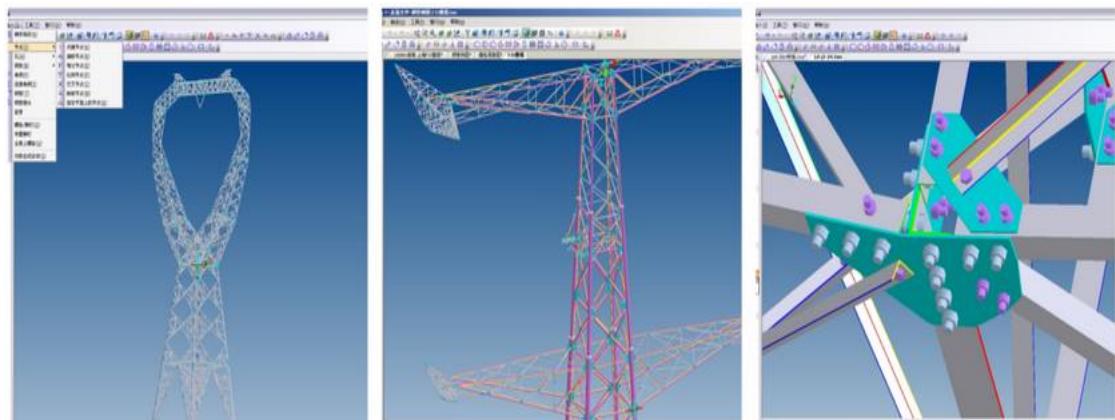
资料来源：互联网，中国银河证券研究部

建立唐山数据中心，利于公司数据积累和未来在电力大数据领域服务能力提升。公司公告披露，恒华科技唐山云计算数据中心是恒华一体化云服务平台建设的重要一步，该数据中心将为恒华云服务提供网络资源、计算资源、安全资源等云计算基础资源，作为公司进行分布式计算、大数据分析、面向电网业务的 PaaS（平台即服务）平台等核心技术架构部署及应用配套软硬件环境。我们认为，随着公司云平台不断扩展，未来有望通过设计、施工用户入驻平台后吸引设备厂商在平台发布设备模型及参数信息等，从而获取设备数据；公司唐山数据中心的建立，有利于公司数据积累和未来在电力大数据领域服务能力的提升，未来想象空间极为广阔。

（三）不断拓展核心软件服务，增强云平台用户粘性

控股道亨时代，布局云平台输电线路软件设计工具。2015年2月17日，公司公告以2,000万元自有资金收购道亨时代51%的股权。道亨时代成立于2013年7月，是国内优秀的三维输电线路设计应用软件供应商，其根据自身技术所研发的输电线路三维选线平台、输电线路三维数字化设计平台、输电线路成果管理平台等打通了三维输电线路设计领域的各个环节，实现了信息、数据、图形的高效传递，提升了设计质量，在设计工具市场中具有80%的占有率，市场竞争力强，客户粘性高。我们认为公司控股道亨时代可实现双方优势互补，进一步实现电网信息化服务中专业人才和设计资源的整合，巩固公司在智能电网服务领域的市场地位、扩大竞争优势。

图 15：道亨铁塔三维放样绘图模块



资料来源：北京道亨公司官网，中国银河证券研究部

图 16：道亨送电线路三维数字化设计平台



资料来源：北京道亨公司官网，中国银河证券研究部

增资珠海政采，利用其丰富的电子化采购服务经验搭建恒华云平台招投标功能模块，与电网数据服务形成紧密链接。2015年6月8日，恒华科技公告公司将使用自有资金1800万元增资珠海政采，增资后公司持有其10.432%的股权。珠海政采致力于为政府、企事业单位提供电子化采购平台运营开发、集成、咨询与运营的信息化电子服务，业务范围包括北京、广东、安徽、广西、宁夏、新疆、海南等，曾参与设计省级大平台项目合同13个，地市级合同63个，企业项目合同12个，具有丰富的市场化电子采购经验。目前，随着电子化招投标业务的发展，电网设计竞争日益激烈，标讯信息获取对于设计院而言日益重要。此次增资后，恒华可在未来的云平台服务中更多的借鉴其经验，高效整合标讯信息，进一步提升招投标服务能力。

图 17：珠海政采设计及运营的珠海市公共资源交易中心·政府采购平台

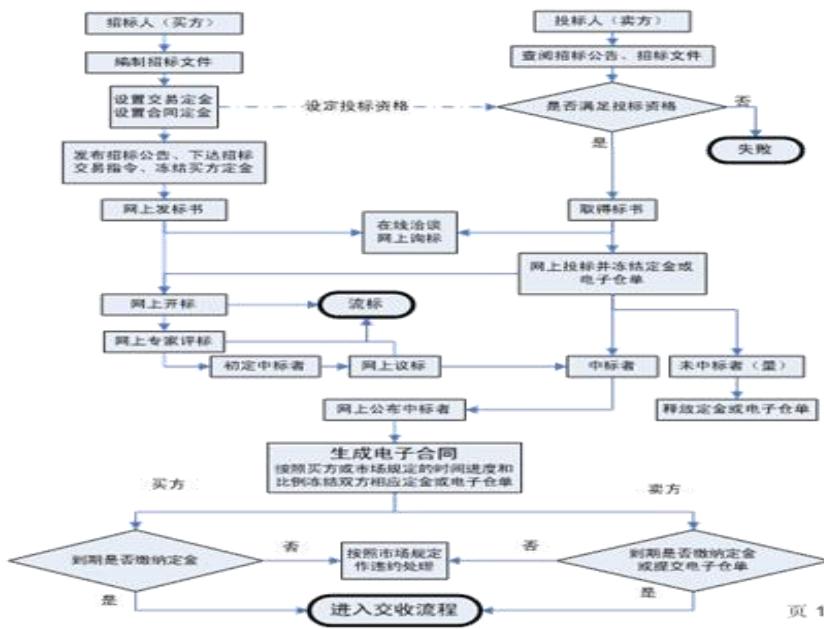


资料来源：互联网，中国银河证券研究部

(四) 招标政策助力发展，云平台未来市场空间广阔

“互联网+招标采购”政策出台后，通过交易平台试点电子招标工作将在全国范围内展开，公司已通过参股珠海政采提前布局，招标新政出台对公司云平台发展重大利好。云平台的创建将解决电网设计中的两大痛点，一为透明的标讯服务，二为中标后信息资源的获取与合理配置。近期六部委联合发布《六部委部署电子招投标试点》，推动“互联网+招标采购”相关文件，进一步贯彻《电子招投标办法》，在全国范围开展电子招投标试点工作。此次试点分为政府综合试点和交易平台试点，其中，交易平台试点将重点探索电子招投标交易平台的技术创新、程序优化及标准流程，提升招投标过程的透明化。同时，公司已布局参股珠海政采软件技术有限公司，从国家的政策导向来看公司市场布局方向具有前瞻性，未来发展具有有很大的空间和潜力。

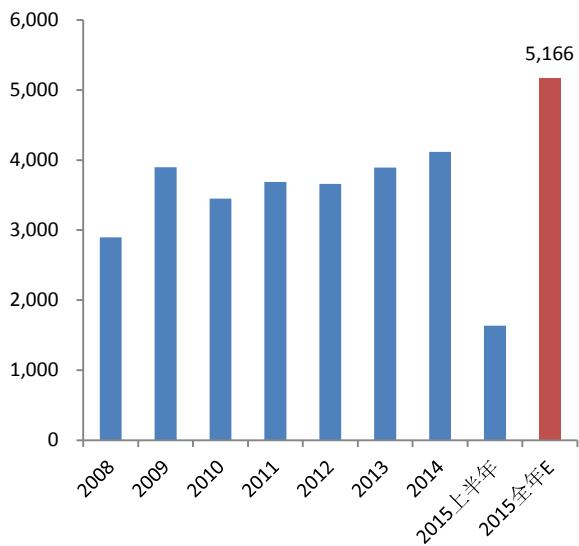
图 18：电子招投标流程



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

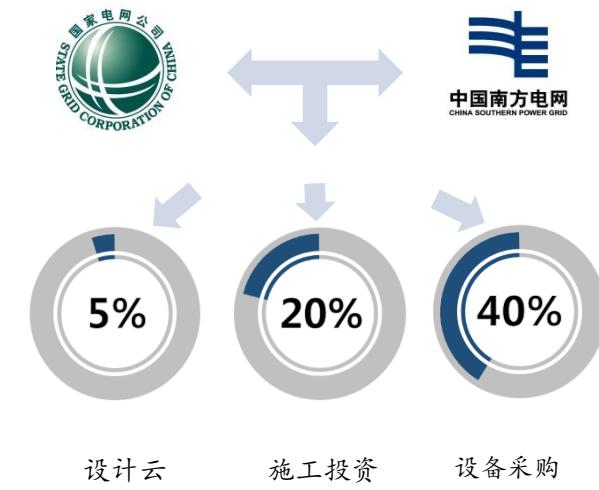
百亿级设计市场与千亿级施工投资、设备采购市场支撑公司未来云平台业务放量增长。根据国网与南网的2015年规划，2015年电网建设总投资将达到5166亿元，其中国家电网4202亿元，南方电网964亿元。根据以往建设经验，设计费用、施工费用和设备采购费分别约占电网总投资的5%、20%和40%，以总投资为5166亿元为基准，我们估算2015年我国电网设计市场规模将达258.3亿元，施工投资将达1033.2亿元，设备总采购额将达到2066.4亿元，随着电子招标改革的不断深入与电网市场的不断开放，百亿级设计市场与千亿级施工投资、设备采购市场将支撑公司未来云平台业务收入增长。根据国网与南网的“十三五”规划，2016-2020年间我国电网建设总投资将突破3万亿元，以此为估算基准，未来五年内电网设计市场、施工市场与设备采购市场将分别突破1,500亿元，6,000亿元与12,000亿元。

图19：电网基本建设投资完成额（单位：亿元）



资料来源：中国银河证券研究部

图20：2015年市场容量测算



资料来源：中国银河证券研究部

三、乘电改政策东风，前瞻布局微网、售电领域

（一）政策东风劲吹，推动发电、售电侧逐步放开

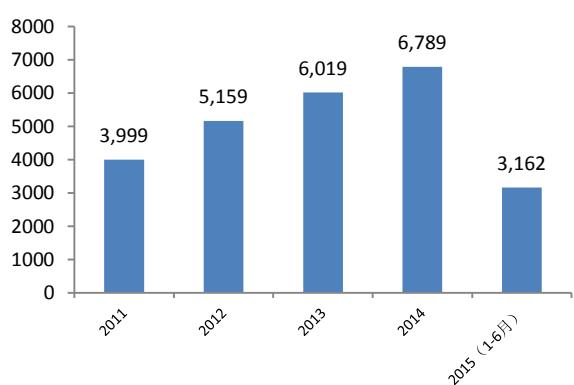
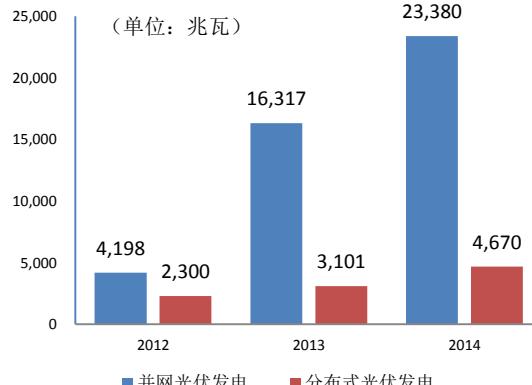
电改政策频发，推动发电、售电侧逐步放开。我国的电改进程中，发电侧对于资本的开放起步较早，售电侧则相对落后。2015年3月，中共中央、国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》正式开启我国新一轮电力改革序幕。随后，国家发改委、能源局等相关部门接连出台配套措施，落实“管住中间，放开两头”的改革思路，增强发电侧与售点侧电力改革。在发电侧已允许社会资本进入的情况下，售电侧的放开将成为倒逼电力改革往前推进的重要一环。2015年7月，上海证券报题为《电改配套文件即将发布，电网或可参与竞争性售电》的文章指出：电改“9号文”的五个配套实施意见和一个指导意见有望很快发布。

表 2：电力改革政策

时间	政策
2015年6月24日	国务院常务会议通过了《“互联网+”行动指导意见》，意见明确了能源互联网等新兴产业未来的发展目标，并确立了相关支持政策。
2015年6月19日	国家发展改革委和国家能源局印发《输配电定价成本监审办法（试行）》，文件确定了输配电定价成本监审遵循的原则，明确了输配电定价成本构成与归集，以及输配电定价成本核定办法。
2015年5月8日	国家发改委发布《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》，通知规定跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方在自愿平等基础上，按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。
2015年3月24日	中共中央、国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，指明在未来的发展中将逐步有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序放开配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划，推进交易机构相对独立。（备注：管住中间是指对具有自然垄断属性的输配电网环节加强政府监管、实行政府定价，确保电网公平开放、市场公平交易，并更好地实现电网科学规划，充分发挥电网规模效益、提高管理效率。放开两头是指在发电侧和售电侧实行市场开放准入，引入竞争，放开用户选择权，形成多买多卖的市场格局，价格由市场形成，发挥市场配置资源的决定性作用。）
2014年11月4日	国家发展改革委发布《关于深圳市开展输配电价改革试点的通知》，开启我国新一轮输配电价改革试点工作。

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

政策放开将深刻调整电力交易领域利益格局，电力交易具有万亿级市场空间。电改的核心在两方面：一是发电企业、社会资本、工业园区等市场主体可从事售电和增量配电；二是综合能源服务，特别是提供发电侧、用电侧的节能综合服务。这将成为电改受益的关键之处。目前，我国用户直购电改革试点省份包括广东、四川、湖南、山东、云南、江苏、安徽、江西等，2014年全年交易电量达 6789.35 亿千瓦时，同比增长 12.79%，市场规模近 3000 亿元。随着改革进程的不断推进，如果直购电试点在全国范围内推广，以 2014 年我国 5.52 万亿千瓦时的全社会用电量来测算，假设电网购销差价为 0.2 元/千瓦时，市场化的电力交易将使得 1.1 万亿的购销差价利益分配格局重新调整。

图 21：2011–2015 年全国交易电量（单位：亿千瓦时）

图 22：售电领域电力重要来源的分布式太阳能发电容量


资料来源：国网电力交易中心，中国银河证券研究部

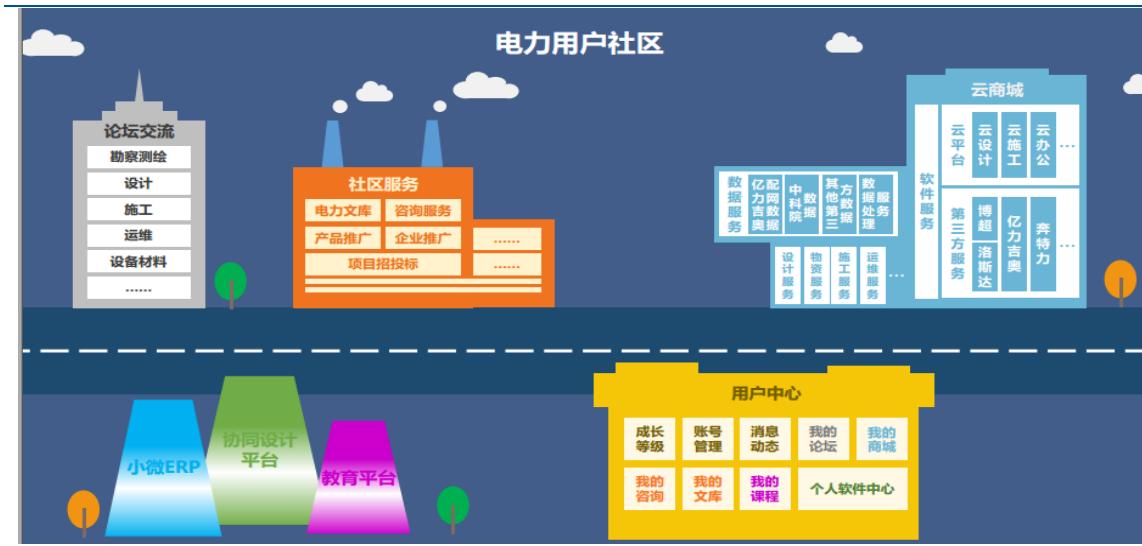
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

(二) 人才、技术等优势助力公司微网、售电领域布局

微网、售电领域专业性强，相关业务发展需要大量人才与技术积累。在微网建设运营产业链中，微网的建设是面向配网领域的系统工程，包括前期的规划设计、基建、运行、营销、检修等各个环节，业务复杂，专业性强，需要建设方具有全流程的服务能力。对于售电，企业所面临的挑战则主要来自于电量交易与运营管理，售电公司的核心竞争力是与现有的售电体系相比能否提供稳定的电源供给和有利的价格优势，让客户在购电过程中体验到更好的服务与更多的实惠，这不仅需要对电力供需的良好把控，更需要不断的服务优化与升级，对市场参与者而言具有较高的人才与技术要求。

多年电力信息化领域积累奠定雄厚基础，云平台为公司布局微网、售电领域提供强大的人才和技术支撑，人才、技术、资质、经验等多维优势助力公司在微网、售电领域布局。与硬件企业相比，公司最大的优势就是多年服务于电网信息化建设的经验、技术和人才积累。在售电方面，公司具有营销、节能监控、用户用电分析等服务系统，将来可以依托公司的云服务平台来提供全方位、本地化的解决方案。在微网建设方面，公司拥有新能源售电设计资质，可提供新能源供电设计服务，包括新能源汽车充电桩的设计服务。目前电力行业内优秀的人才仍主要集中在电力企业系统内，公司的云服务平台能够为行业内的企业和人才提供一个沟通交流、信息共享的平台，为微网建设提供人才和技术支撑。

图 23：云平台构建电力用户社区，汇集电网体系高端人才



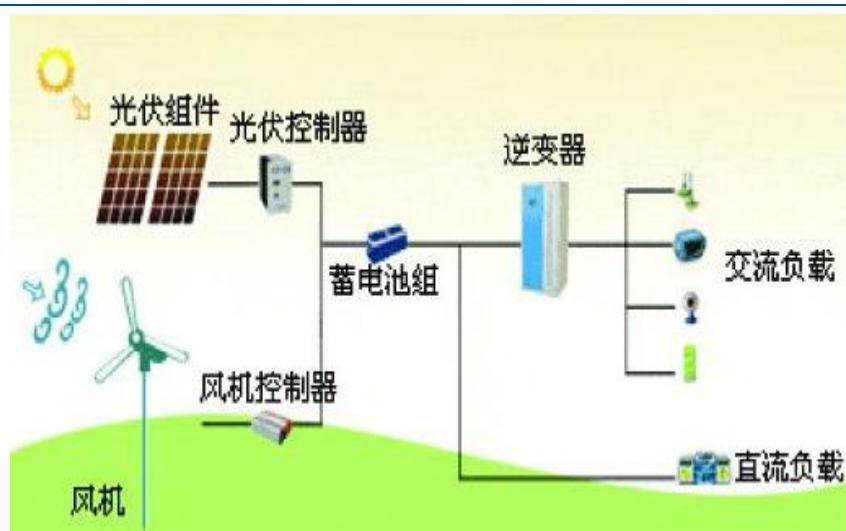
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(三) 抓住机遇前瞻布局，切入微网将大有作为

微网是新型电力网络结构，充分融合了分布式电源、电动汽车充放电、智能调控等元素，

既可独自运行，也可并网发展，具备高度的灵活性。微电网的典型构成包括风光柴储，即风机、光伏、柴油发电机和储能，其中储能部分包含电动汽车。微电网的规模从数千瓦至几十兆瓦不等，可应用于厂矿企业、医院学校、居民住宅，适宜于对偏远地区如乡村、牧区、山区的供电，也是商业区和居民区供电的选择。基于多种能源形式的微电网可以为用户提供相对稳定的电能、热能和冷能，有助于提高分布式可再生能源的利用率。将分布式发电供能系统以微电网的形式接入大电网并网运行，能够将原来分散的分布式电源进行整合，进而提高配电网对可再生能源发电的接纳能力，实现大量分布式电源的接入，从而减少化石资源的消耗量和温室气体排放。

图 24：微电网控制系统

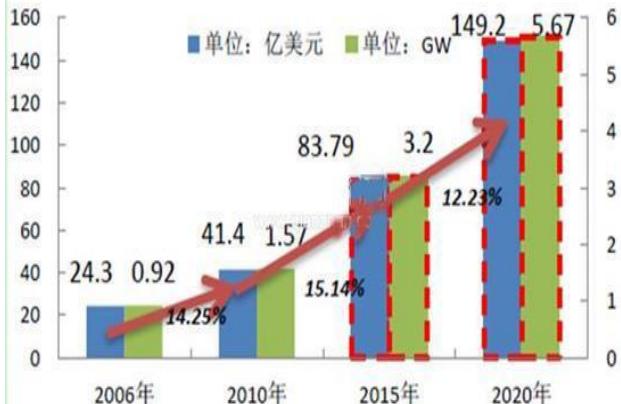


资料来源：互联网，中国银河证券研究部

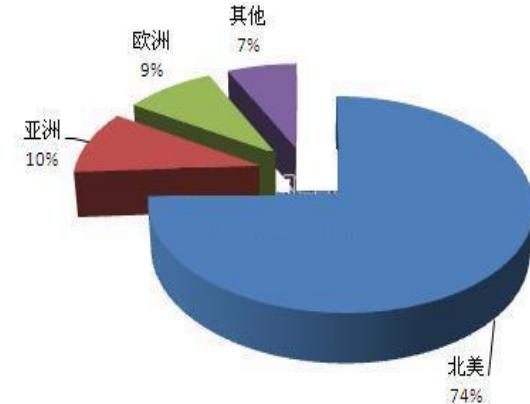
微电网领域未来国内市场空间或将达到百亿级规模。截至 2013 年底，全球微电网供应商收入达 40 亿美元，而国内市场目前由于成本与技术水平限制仍处于起步阶段，但国家的重视程度日益增强。14 年 5 月，国网宣布向社会资本开放分布式电源并网工程领域。国家能源局“十三五”规划中预计 2020 年前我国将建设 30 个微网示范工程，其中国网所负责的 18 个对社会资本完全开放，电网市场容量增幅将达 200-300 亿元。

图 25：2006-2020 年全球微电网市场规模及发电量预测

图 26：充电桩近年来发展（单位：万个）



资料来源：前瞻网，中国银河证券研究部



资料来源：前瞻网，中国银河证券研究部

电改增量改革更加容易实现，布局微网体现公司前瞻战略眼光；公司具备提供微网建设一体化服务的实力，未来有望从微网建设中的某一环节切入，实现微网市场的突破。微网从建设到运营涉及多个环节，包括规划设计、基建管理、运行管理、营销管理、检修管理等，公司现有电网信息化整体解决方案能够服务于以上全部流程。同时，公司目前已拥有新能源发电设计资质，既能够为微网的建设提供整体的咨询服务，也可以参与投资和具体的建设运营。预计公司会选择从微网建设中的某一环节切入，最终以提供整体解决方案来参与微网的建设。2015年，公司新成立项目管理中心，为客户提供新能源建设的整体咨询服务和一体化解决方案，未来有望从微网建设中的某一环节切入，实现微网市场的突破。

抓住机遇不断前瞻布局，为切入微网领域积累经验，与公司云服务平台业务具有很强协同性，未来发展前景广阔。公司2015年7月7日晚间公告，与国电大渡河新能源投资有限公司签署战略合作协议，其中将共同研究设计微网整体建设方案。2015年10月19日晚间公告，与邢台丰阳新能源开发有限责任公司签订了邢台县皇寺镇20兆瓦光伏分布式发电工程EPC总承包合同。我们认为，微网发电作为未来能源的重要方向，公司积极抓住机遇不断前瞻布局，一方面可为公司未来切入微网领域投资、建设、运营等积累经验；另一方面与公司云平台业务具有很强的协同性，公司可以通过总包后分包等方式整合行业下游企业参与，利于增强云平台用户粘性，推动云平台业务加快发展，未来有望从微网接入到设计、施工以及设备采购等产业链一条链打通，发展前景极为广阔。

(四) 密切把握政策脉搏，未来有望进入售电领域

依托电网营销管理系列软件多年积累的优势，尝试通过“合同能源管理”的模式切入布局更多的用电侧业务；密切关注受电侧改革，公司未来有望切入售电领域。电网营销业务主要包括业扩报装、用电计量及客服支持等，在电改之前主要由国网系统内企业完成。公司的营销管理系列软件包括基于集抄的供用电智能分析系统、业扩报装流程监管系统，主要面向大客户用电信息采集和智能分析等。同时，公司积极尝试与客户通过“合同能源管理”(EPC)——

Energy Performance Contracting) 的模式, 为客户提供节能监控服务, 以此为切入点, 布局更多的用电侧业务。当前, 市场上成立的售电公司只是工商核准, 重点是未来的售电牌照的获取, 关于售电牌照的获取标准目前还没有明确的政策依据。随着电改政策的不断推进和落实, 公司有望进一步切入售电领域, 考虑到电改政策推进的难易程度, 我们预计将最先切入增量售电领域。

表 3: 公司电网营销管理系列软件

软件名称	功能	技术特征	应用领域及主要客户
基于集抄的供用 电智能分析系统	以电网空间数据模型为基础, 充分整合配变实时状态信息(集抄系统、配变监测系统、电能量采集系统)、用户信息、运检信息, 在配电网图 形界面上实现线损智能分析、故障监测预警报警、智能报装辅助分析、 电压质量分析、停电影响分析和客户故障应急处理等业务功能, 为客 服人员与电网用户搭建了一个实时了解电网运行状态的可视化信息平台, 并与电网检修调度部门构建了信息交换通道, 实现了电网故障处理从被 动低效服务向主动高效服务的转变, 有效提高了服务响应速度及电网客 服效率。	主要基于图形资源平台 (GRP) 和企业信息集成服 务平台(EISP) 开发。系 统电 网 模 型 满 足 IEC61970/61968 标准, 能够 接入各种故障监测及报 警信息, 在可视化界面下实 现异常快速反应处理、全方 位调度协调、现场活动远程监 控以及事后分析总结。系 统以独有的图形技术为基 础构建, 具有响应快速、系 统接入容量大的特点。	主要包括电网公司及 其下属单位。例如: 青海省电力公司、山 西省电力公司临汾供 电分公司等。
业扩报装流程监 管系统	对业扩业务流程中的所有关键节点进行考核, 实现了供电企业服务的透 明性和可监管性。明确了业务流程重要节点的时限, 对办理情况实时监 督, 并将方案答复、竣工验收、装表的节点时间比要求缩短 2-3 天, 实 现了客户经理服务质量评价、客户工程有效考核机制、工程进度节点实 时监控及职能部门综合评价功能, 从而有效加快客户工程报装速度、促 进了管理水平的提高和服务质量的提升。		

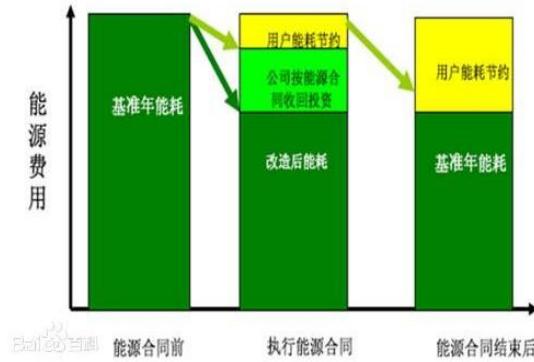
资料来源: 公司官方网站, 中国银河证券研究部

图 27: 合同能源管理过程



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

图 28: 合同能源管理的内涵

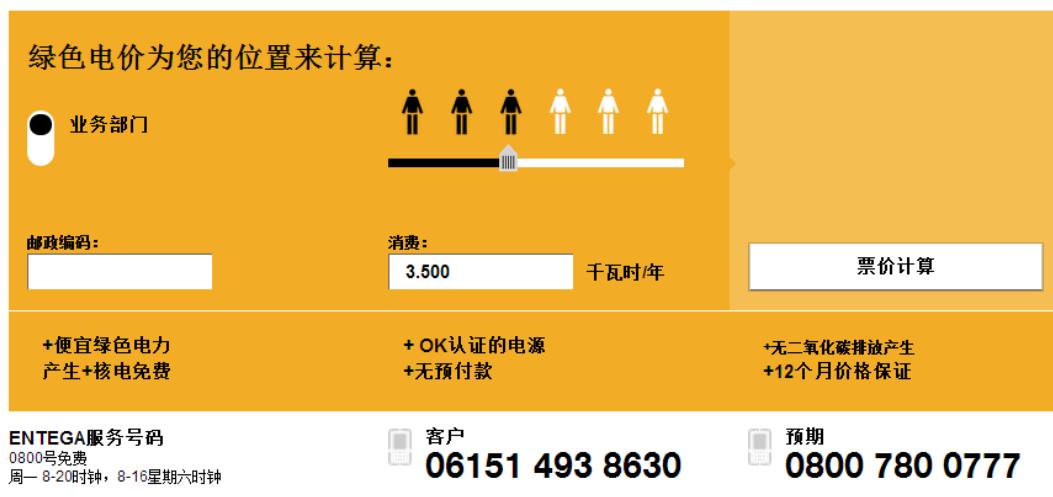


资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

德国 Entega 公司的电力交易模式为国内售电平台建设提供参考和借鉴。德国的能源互联

网发展处于世界领先地位，目前已经在 6 个示范城市内开展不同类型项目的试运行并将逐步拓展至 11 个城市。Entaga 公司是致力于为德国用户提供创新节能服务的电力交易平台，以用户数量计算，目前它已经成为德国第二大清洁能源提供商，所连接的分布式能源发电容量达 275.544 兆瓦，2013 年收入达 191 万欧元，净利润 1.56 万欧元。在开展电力交易的基础上，公司还提供丰富的增值服务以增加客户粘性，包括家庭与企业的用电量优化、销售智能家居、电路维修检查、绿色电力修复等。

图 29：Engega 根据用户位置计算最优电价



资料来源：Engega 官网（翻译），中国银河证券研究部

公司与国电大渡河新能源投资有限公司合作，利于公司在售电信息化等领域积累经验。公司与国电大渡河签署战略合作协议，双方将在五大领域开展深入合作。据公司公告披露，国电大渡河新能源投资有限公司系一家集电力商品销售服务、碳资产开发及管理、区域电力输配与小微电网经营、中小水电投资与运维等业务的综合性能源服务企业。国电新能源以国电大渡河公司、国电四川公司为依托，充分利用在川电源资源点遍布范围广阔及水电、火电资源搭配销售的独特优势，承担电力营销业务、输配网络建设、电能综合服务等业务。国电新能源致力于打造成为现代企业机制，多元资源整合，模式理念领先，智能数据管控，整体价值优化的智能电能服务平台，迫切需要战略合作伙伴的支持，积极贯彻国家“新电改”的要求和实施企业转型的战略目标。我们看好公司与国电新能源公司的合作，将利于公司在售电信息化领域积累经验。

图 30：与国电大渡河新能源投资有限公司合作五大领域



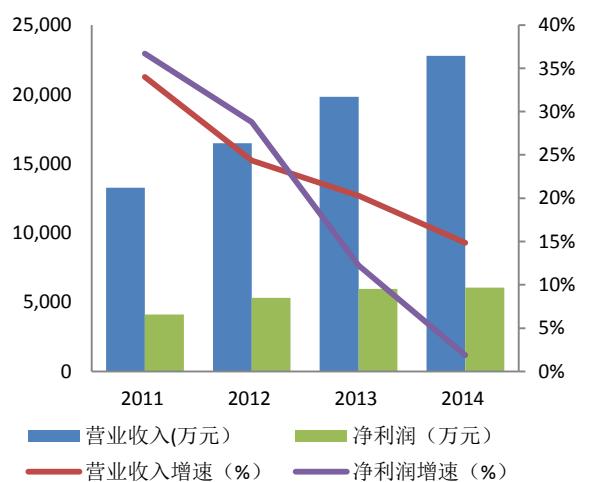
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、传统主业业绩向好，股权激励彰显未来信心

(一) 主业积极向好，配电投资增长将带来业绩提升

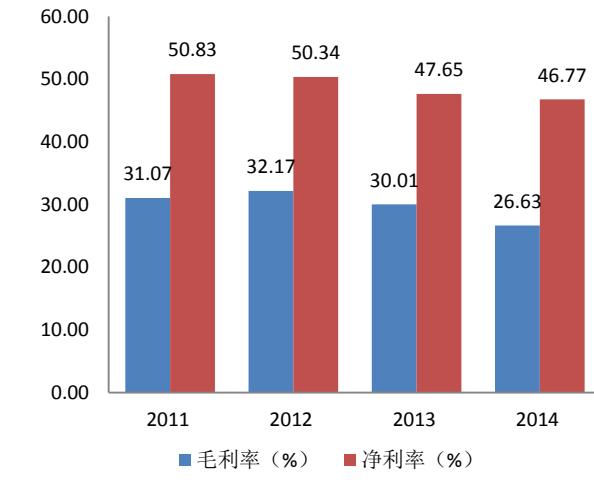
公司营业收入稳健增长，净利率毛利率维持高位。恒华科技2014年登陆创业板后，进一步利用资本市场促进自身业务增长，2014年营业收入总额达2.28亿元，同比增长14.84%，净利润总额达0.61亿元，同比增长1.88%。受益于自身科研能力的不断提升与能源互联网的快速发展，公司净利率与毛利率始终维持高位。2014年毛利率为46.77%，高于行业均值43.30%；净利率为26.63%，高于行业均值13.40%。销售费用与管理费用2014年增速较高，分别为77.39%和77.80%，这主要是由于公司业务扩张中对于高级人才的大规模招募及研发支出的大幅增加。

图31：2011-2014年公司营业收入与净利润增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图12：2011-2014年公司毛利率与净利率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 33：2011-2014 年公司销售费用变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

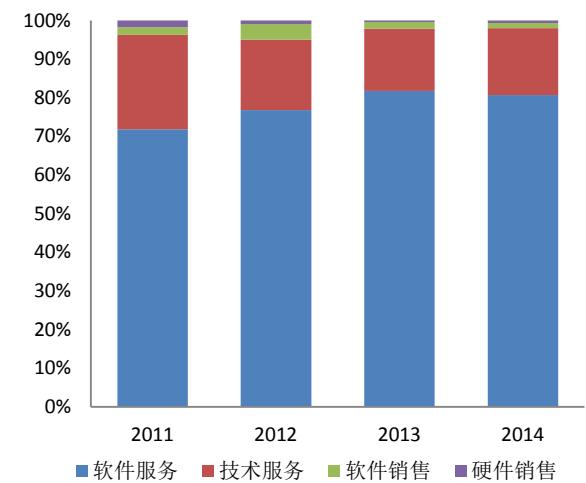
图 34：2011-2014 年公司管理费用变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

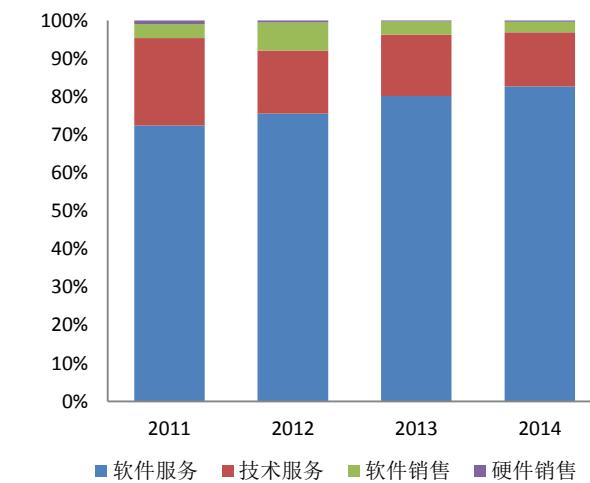
软件服务占比最重，对收入与毛利率的贡献率近八成。公司同时开展软件服务、软件销售、技术服务和硬件销售四大主营业务，其中，软件服务占比最重，2011-2014 年其销售额分别占营业收入总额的 71.81%，76.78%，81.72% 和 80.70%。

图 35：2011-2014 年各项业务收入贡献率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 36：2011-2014 年各项业务毛利润贡献率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

公司 2015 年中报业绩增长明显，全年业绩预计将进一步增长。据公司公告披露，2015 年上半年度，公司业绩保持了稳定增长的态势，实现营业收入 10,589.42 万元，同比增长 45.95%；净利润 1,960.64 万元，同比增长 33.40%。根据公司 2013-2014 年报和中报业绩显示，下半年利润明显高于上半年，全年净利润分别为中报净利润的 4.43 和 4.12 倍（平均 4.28 倍）。公司 2010-2014 年营业收入分别净利润的 3.28、3.22、3.11、3.33、3.76 倍（平均 3.34 倍）。

据此方法估算，我们预计 2015 年公司净利润将达到 8391.54 万元左右，同比增长 38.44%；营业收入将达到 28027.74 万元左右，同比增长 23.12%。

公司近日签署微网建设领域大订单，将显著增厚公司业绩。2015 年 10 月 19 日晚间公告，公司与邢台丰阳新能源开发有限责任公司签订了邢台县皇寺镇 20 兆瓦光伏分布式发电工程 EPC 总承包合同，合同总金额（暂定总价）为 11970.00 万元人民币，占公司 2014 年度经审计营业收入的 52.58%，参考行业通常经验，我们预计本次合同有望给公司带来 1200.00 万左右利润，将显著增厚公司业绩。

受益配电网建设投资增长，公司未来 5 年业绩有望实现迅猛发展。8 月 31 日，能源局公布《配电网建设改造行动计划(2015-2020 年)》，拟定未来五年配电网建设总改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。同时计划指出，我国将以配电网为支撑平台，构建多种能源优化互补的综合能源供应体系，实现能源、信息双向流动，逐步构建以能源流为核心的“互联网+”公共服务平台，促进能源与信息的深度融合，推动能源生产和消费革命。我们认为，受益于配电网建设投资增长与国家对于能源互联平台建设的推动，公司未来 5 年业绩有望实现迅猛增长，为公司基本面打下强有力业绩支撑。

(二) 股权激励增强凝聚力，彰显公司未来发展信心

2015 年 6 月 19 日，公司董事会通过了《关于向激励对象授予限制性股票的议案》，决定以定向发行的方式向公司 137 位高级管理人员和核心骨干人员开展股权激励，其中首次授予 182 万份，预留 18 万份，授予价格为 17.11 元。首次授予权限满一年后，激励对象可在未来三年内分批逐年解锁。解锁条件为，以 2014 年为基准，2015 年、2016 年、2017 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%，解锁比例分别为 30%，30%，40%。我们认为股权激励计划的推出有助于均衡公司价值分配体系，提升员工凝聚力，同时也彰显出公司对于未来发展充满信心。

五、盈利预测与投资建议

公司依托多年电力信息化积累，积极布局战略转型；打造电网垂直领域“天猫”云平台，推动公司商业模式转变；乘电改政策东风，前瞻布局进军微网、售电领域。云平台于 2015 年 9 月正式上线，公司转型迈入新阶段。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.47、0.68 和 0.91 元，维持“推荐”评级。

利润表				
项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	228	322	466	611
减：营业成本	121	171	248	322

资产负债表				
项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	253	1,078	1,222	1,419
应收票据	3	4	6	8

营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	10	14	21	27
管理费用	34	48	70	92
财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	61	85	123	166
加：营业外收支净额	5	7	11	14
三、利润总额	66	93	134	180
减：所得税费用	6	10	15	20
四、净利润	61	82	119	160
归属于母公司的利润	61	82	119	160
五、基本每股收益(元)	0.34	0.47	0.68	0.91
主要财务指标				
项目(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	38.70	53.90	36.21	25.67
成长能力：				
营业收入同比	14.8%	41.4%	44.6%	31.3%
营业利润同比	-3.2%	39.6%	44.1%	34.9%
净利润同比	1.9%	36.0%	44.1%	34.6%
营运能力：				
应收账款周转率	1.58	3.09	8.63	8.29
存货周转率	4.15	5.55	8.10	7.82
总资产周转率	0.54	0.35	0.34	0.39
盈利能力与收益质量：				
毛利率	46.8%	46.8%	46.6%	47.3%
净利率	26.6%	25.6%	25.5%	26.2%
总资产净利率 ROA	10.8%	6.5%	8.1%	9.4%
净资产收益率 ROE	11.6%	7.1%	9.3%	11.2%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	19.12	14.79	9.52	7.35
资产负债率	6.2%	8.4%	12.7%	16.2%
利息保障倍数	-50.1	-84.4	-122.0	-164.9
每股指标：				
每股收益	0.34	0.47	0.68	0.91
每股经营现金流量	0.13	1.83	0.87	1.18
每股净资产	2.98	6.58	7.26	8.17

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

应收账款	164	44	64	84
预付账款	1	3	7	12
其他应收款	11	13	19	25
存货	69	47	68	88
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	494	1,191	1,387	1,637
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	61	60	61	63
在建工程	0	1	1	1
无形资产	2	2	2	2
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	65	69	71	73
资产总计	559	1,260	1,458	1,710
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2	47	68	88
预收账款	0	29	71	126
其他应付款	1	5	7	9
应交税费	14	13	15	15
其他流动负债	(0)	(0)	(0)	(0)
流动负债合计	26	81	146	223
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	0	9	24	38
非流动负债合计	9	18	33	47
负债合计	35	106	186	277
股本	87	176	176	176
资本公积	226	714	714	714
盈余公积	23	23	23	23
未分配利润	188	243	362	522
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	524	1,156	1,275	1,435
负债和股东权益合计	559	1,262	1,460	1,712

现金流量表				
项目(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	23	321	153	207
投资活动现金流量	(15)	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流量	205	548	1	1

插图目录

图 1: 公司软件业务涉及电网资产全生命周期管理领域.....	3
图 2: 公司为电网信息一体化提供完整的业务平台.....	3
图 3: 恒华科技电网信息一体化软件平台.....	3
图 4: 公司产品及服务在电网行业主要环节应用情况.....	3
图 5: 公司营销服务体系.....	4
图 6: 公司主要服务客户.....	4
图 7: 公司“一体两翼”战略布局.....	5
图 8: 能源互联网图解.....	5
图 9: 云平台通过设计切入，吸引施工方与设备供应商上线注册.....	6
图 10: 云服务平台业务框架.....	7
图 11: 云服务平台开展进展.....	7
图 12: 数据是云平台核心.....	8
图 13: 电力信息社区服务范围.....	9
图 14: 公司在线教育培训系统.....	9
图 15: 道亨铁塔三维放样绘图模块.....	10
图 16: 道亨送电线路三维数字化设计平台	11
图 17: 珠海政采设计及运营的珠海市公共资源交易中心·政府采购平台	11
图 18: 电子招投标流程.....	12
图 19: 电网基本建设投资完成额（单位：亿元）	13
图 20: 2015 年市场容量测算.....	13
图 21: 2011-2015 年全国交易电量（单位：亿千瓦时）	14
图 22: 售电领域电力重要来源的分布式太阳能发电容量	14
图 23: 云平台构建电力用户社区，汇集电网体系高端人才	15
图 24: 微电网控制系统.....	16
图 25: 2006-2020 年全球微电网市场规模及发电量预测	16
图 26: 充电桩近年来发展（单位：万个）	16
图 27: 合同能源管理过程.....	18
图 28: 合同能源管理的内涵.....	18
图 29: Engega 根据用户位置计算最优电价	19
图 30: 与国电大渡河新能源投资有限公司合作五大领域	19
图 31: 2011-2014 年公司营业收入与净利润增长	20
图 32: 2011-2014 年公司毛利率与净利率变动	20
图 33: 2011-2014 年公司销售费用变动	21
图 34: 2011-2014 年公司管理费用变动	21
图 35: 2011-2014 年各项业务收入贡献率	21
图 36: 2011-2014 年各项业务毛利润贡献率	21

表 格 目 录

表 1：公司产品和服务系列的应用领域及主要客户	4
表 2：电力改革政策	14
表 3：公司电网营销管理系列软件	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

沈海兵，计算机行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn