

2017年03月06日

恒华科技 (300365.SZ)

动态分析

配网投资全面提速，电改春风助力经营态势持续向好

【事件】2017年3月3日，公司发布2016年年度报告：公司实现营业收入60330.27万元，同比增长53.99%；销售费用同比增长53.45%，管理费用同比增长35.07%；实现归母净利润12542.89万元，同比增长55.49%。

◆ **配网投资全面提速，公司业务明显受驱动**：配网投资持续加大也带动了相关信息化需求，公司面向配售电公司提供全面的配电网信息化解决方案，把握配网投资扩大的市场机遇，配网业务有望保持高增长；同时，公司还面向拥有丰富用户资源和配网资产的国家级重点开发区、园区，充分整合各方优势，合作投资设立配售电公司，获取投资收益。

◆ **电改春风持续，抢占售电侧布局先机**：电力体制改革不断推进，各地售电公司相继成立，售电信息化需求也随之涌现，公司抢先布局售电侧改革，推出售电公司一体化解决方案，并相继在各地成立控股子公司为售电公司培训、咨询服务，加强布局；此外，公司还以资本形式参与售电侧改革，参股多家配售电公司。目前，公司在售电侧的布局在深度和广度上已经占尽先机。

◆ **转型互联网服务商，恒华云平台不断升级**：报告期内，公司的云服务平台研发取得重要进展，已上线的电+平台、在线教育平台、遥知、协同设计平台继续完善升级，同时完成了售电运营云平台的研发并上线运行。公司能够基于云服务平台快速、高效地为行业用户提供信息化服务。根据2016年年报数据，云服务平台的用户数超过50000个，其中个人用户约49000个，单位用户约1000个。

◆ **投资建议**：我们预测2017年-2019年每股收益分别为1.08元、1.62元和2.31元。给予买入-A评级，6个月目标价为48元。

◆ **风险提示**：配网建设投入不及预期；售电侧改革推行不及预期；公司云平台服务推广不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	391.8	603.3	944.83	1,434.89	2,148.56
同比增长(%)	72.1%	54.0%	56.6%	51.9%	49.7%
营业利润(百万元)	89.9	135.2	214.7	333.3	470.9
同比增长(%)	47.0%	50.4%	58.8%	55.2%	41.3%
净利润(百万元)	80.7	125.4	190.3	284.1	406.0
同比增长(%)	33.1%	55.5%	51.7%	49.3%	42.9%
每股收益(元)	0.46	0.71	1.08	1.62	2.31
PE	87.3	56.2	37.0	24.8	17.4
PB	11.2	9.7	7.5	5.9	4.4

数据来源：Wind，华金证券研究所

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

48元

股价(2017-03-06)

40.05元

交易数据

总市值(百万元)	7,045.00
流通市值(百万元)	4,112.67
总股本(百万股)	175.91
流通股本(百万股)	102.69
12个月价格区间	21.01/50.85元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.55	1.16	48.18
绝对收益	9.13	-7.29	51.11

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

相关报告

内容目录

一、2016 年营收增速超 50%，经营态势持续向好.....	3
二、配网投资全面提速，公司业务明显受驱动.....	3
三、电改春风持续，抢占售电侧布局先机.....	4
（一）售电信息化抢先布局，一体化解决方案掌握先发优势.....	4
（二）直接参股配售电公司，实现深度布局.....	4
四、转型互联网服务商，恒华云平台不断升级.....	5
五、未来业绩高增长可期，给予买入-A 评级.....	5
六、风险提示.....	6

图表目录

图 1：恒华科技主营业收入情况.....	3
图 2：恒华科技归母净利润情况.....	3
图 3：恒华科技售电企业提供一体化解决方案.....	4
图 4：恒华云服务产品业务架构图.....	5

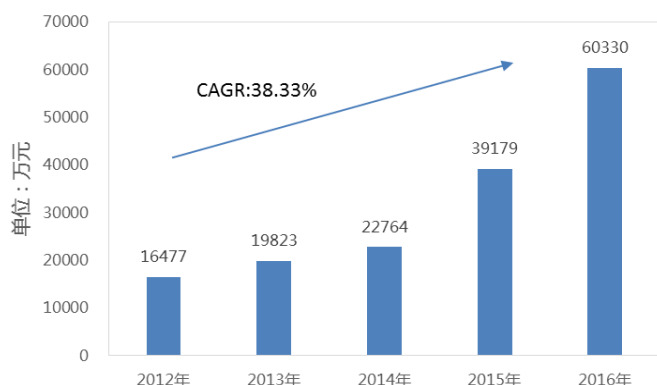
一、2016 年营收增速超 50%，经营态势持续向好

2017 年 3 月 3 日，公司发布 2016 年年度报告：公司实现营业收入 60330.27 万元，同比增长 53.99%；销售费用同比增长 53.45%，管理费用同比增长 35.07%；实现归母净利润 12542.89 万元，同比增长 55.49%。

报告期内，在配网投资加大的背景下，公司配网相关的业务保持较好的增长态势，成为报告期内公司业务增长的主要驱动力之一。与此同时，报告期内公司的云服务平台研发取得重要进展，并积极抓住了电力体制改革的市场机遇，逐步打开了售电侧市场业务。

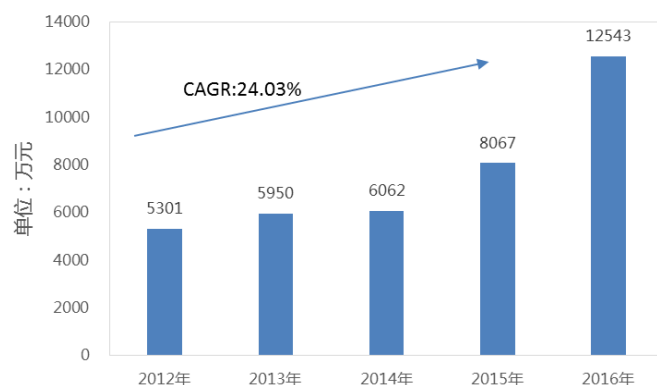
根据公司披露的 2017 年度 Q1 业绩预告，公司收入和利润均保持持续增长；2017 年 Q1 预计净利润增长 80%-110%，经营态势持续向好。

图 1：恒华科技主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：恒华科技归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、配网投资全面提速，公司业务明显受驱动

2015 年以来，国家配网建设投资全面提速。《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》指出：2015 年至 2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 亿元；十三五期间累计投资不低于 1.7 万亿元。

国家发展改革委、国家能源局发布《有序放开配电网业务管理办法》提出：要有序放开配电网业务，鼓励社会资本投资、建设、运营增量配电网，通过竞争创新，为用户提供安全、方便、快捷的供电服务。随后发布的《关于规范开展增量配电业务改革试点的通知》（发改经体[2016]2480 号）：确定 105 个项目为第一批增量配电业务改革试点项目，鼓励电网企业与社会资本通过股权合作等方式成立产权多元化公司参与竞争。

配网投资持续加大也带动了相关信息化需求，公司面向配售电公司提供全面的配电信息化解决方案，把握配网投资扩大的市场机遇，配网业务有望保持高增长；同时，公司还面向拥有丰富用户资源和配网资产的国家级重点开发区、园区，充分整合各方优势，合作投资设立配售电公司，获取投资收益。

三、电改春风持续，抢占售电侧布局先机

售电侧是本轮电改的重头戏。2016 年 3 月 1 日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，电力市场建设迈出关键一步，此后，各个省级电力交易中心也纷纷成立。

2016 年 10 月 8 日，国家发改委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知。其后，北京电力交易中心联合 26 家省级电力交易中心发布《售电公司市场注册规范指引》（试行），在国内率先完成售电公司在线注册系统开发和部署，全面启动售电公司市场注册工作。截至 2016 年年底，共注册售电企业 36 家，公示售电公司 24 家，已提交申请材料的售电公司 126 家，售电公司市场注册工作全面有序开展。售电侧市场启动在即。

（一）售电信息化抢先布局，一体化解决方案掌握先发优势

随着国家电力体制改革的深入推进，各地开始成立售电公司。恒华科技加大了在售电信息化方向的布局，使用自有资金 800 万元设立控股子公司贵州恒华电力，占股比例 80%。主要为售电公司提供专业咨询服务；设立控股子公司贵州南电弘毅电力，占股比例 80%，为售电公司提供专业的培训服务。

公司积极把握市场机遇，提供售电公司一体化解决方案。为售电公司提供包括投融资、咨询、配网建设、专业运营、信息化、增值服务等全方位一体化服务。公司相继成立多家控股子公司，完善公司在售电领域一体化服务领域布局，保持竞争优势。

图 3：恒华科技售电企业提供一体化解决方案



资料来源：公司官网，华金证券研究所

（二）直接参股配售电公司，实现深度布局

公司参与售电侧业务，除了为售电公司提供咨询、培训服务、一体化的信息化解决方案，还以资本方式参与设立配售电公司。

2016 年以来，公司接连参股贵阳高新配售电有限公司；参股中山翠亨能源，立足翠亨新区、中山火炬开发区和中山市开展配售电业务，并拟逐步开展综合节能服务/大数据等增值服务；参股咸阳经发能源有限公司，立足配售电，逐步开展大数据、节能服务；认购贵州万峰电力定向发行股票 4000 万股，持 5.19% 股权，万峰电力处于电力生产供应行业，在兴义市有独立的地方电网和特定供电区域，通过向区域内用电需求方供应电力赚取购售电差价获取利润。

四、转型互联网服务商，恒华云平台不断升级

恒华云服务平台是公司从传统软件业务向互联网服务转型的关键，是公司构建互联网产业生态圈的基础。恒华云服务平台是结合云计算、互联网、移动计算等技术在云端构建的专业信息化服务平台，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。云服务平台主要包括电+平台、在线教育平台、小微 ERP、协同设计、EPC 总承包、售电营销系统等云服务产品。

图 4：恒华云服务产品业务架构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

报告期内，公司的云服务平台研发取得重要进展，已上线的电+平台、在线教育平台、通知、协同设计平台继续完善升级，同时完成了售电运营云平台的研发并上线运行。公司能够基于云服务平台快速、高效地为行业用户提供信息化服务。公司还创新研发 EPC 管理云平台以及“电+”平台引入各类行业资源来承接 EPC 业务。根据 2016 年年报，云服务平台的用户数超过 50000 个，其中个人用户约 49000 个，单位用户约 1000 个。

五、未来业绩高增长可期，给予买入-A 评级

近期，配网建设投入将拉动公司主营业务的稳健增长。公司在配售电领域的布局已经取得先发优势，有望进一步从电力体制改革中获利，同时公司恒华云平台不断完善升级，在互联网服务商转型上不断深入，各业务有序发展。此外，公司手头还有两个 EPC 订单，海外项目也已经正式签订，项目均正在执行当中，尚未确认收入。

预计未来三年，公司的业绩将保持高速增长。我们预测 2017 年-2019 年：公司将实现主营业务收入 94483 万元、143489 万元和 214856 万元；EPS 分别为；1.08 元、1.62 元和 2.31 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 48 元。

六、风险提示

配网建设投入不及预期；售电侧改革推行不及预期；公司云平台服务推广不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.8	603.3	944.83	1,434.89	2,148.56	年增长率					
减:营业成本	218.4	345.8	544.3	832.0	1,250.8	营业收入增长率	72.1%	54.0%	56.6%	51.9%	49.7%
营业税费	1.7	3.1	4.5	6.8	10.5	营业利润增长率	47.0%	50.4%	58.8%	55.2%	41.3%
销售费用	16.7	25.6	40.0	60.8	112.5	净利润增长率	33.1%	55.5%	51.7%	49.3%	42.9%
管理费用	61.5	83.1	130.5	189.9	292.4	EBITDA 增长率	45.9%	53.7%	58.6%	51.9%	38.1%
财务费用	-2.0	2.1	5.5	5.5	4.7	EBIT 增长率	46.5%	56.3%	60.4%	53.9%	40.4%
资产减值损失	5.5	10.6	6.0	7.4	8.0	NOPLAT 增长率	38.1%	67.0%	56.6%	53.0%	42.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.7%	45.5%	25.1%	11.6%	19.7%
投资和汇兑收益	-	2.2	0.7	1.0	1.3	净资产增长率	22.2%	17.2%	28.8%	30.2%	32.7%
营业利润	89.9	135.2	214.7	333.3	470.9						
加:营业外净收支	15.8	10.6	10.5	12.3	11.2	盈利能力					
利润总额	105.7	145.9	225.3	345.7	482.1	毛利率	44.2%	42.7%	42.4%	42.0%	41.8%
减:所得税	14.6	11.6	22.8	36.7	46.1	营业利润率	22.9%	22.4%	22.7%	23.2%	21.9%
净利润	80.7	125.4	190.3	284.1	406.0	净利润率	20.6%	20.8%	20.1%	19.8%	18.9%
						EBITDA/营业收入	24.7%	24.6%	24.9%	24.9%	23.0%
						EBIT/营业收入	22.4%	22.8%	23.3%	23.6%	22.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	11.4%	25.5%	24.0%	22.5%	20.7%
货币资金	212.5	268.1	377.9	574.0	859.4	负债权益比	12.8%	34.3%	31.5%	29.0%	26.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	7.35	3.34	4.02	3.98	4.55
应收帐款	314.7	514.1	604.6	769.1	972.4	速动比率	6.55	3.11	3.76	3.76	4.39
应收票据	5.9	13.6	38.2	14.2	38.6	利息保障倍数	-43.33	66.21	40.18	61.26	100.87
预付帐款	0.2	0.3	6.4	2.5	5.9	营运能力					
存货	65.7	57.8	71.4	79.7	70.1	固定资产周转天数	64	46	32	24	16
其他流动资产	4.4	1.9	2.4	2.9	2.4	流动营业资本周转天数	251	241	209	165	133
可供出售金融资产	18.0	-	6.0	8.0	4.7	流动资产周转天数	504	435	373	319	284
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	222	247	213	172	146
长期股权投资	-	48.6	48.6	48.6	48.6	存货周转天数	62	37	25	19	13
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	589	517	435	363	313
固定资产	78.0	75.7	91.2	102.8	84.3	投资资本周转天数	325	312	266	206	159
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	1.5	1.2	0.4	-	-	费用率					
其他非流动资产	21.8	27.5	25.0	23.4	21.2	销售费用率	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	5.2%
资产总额	722.7	1,008.7	1,272.3	1,625.2	2,107.5	管理费用率	15.7%	13.8%	13.8%	13.2%	13.6%
短期债务	20.0	146.8	168.5	191.2	224.6	财务费用率	-0.5%	0.3%	0.6%	0.4%	0.2%
应付帐款	20.4	51.5	64.5	120.8	150.0	三费/营业收入	19.4%	18.4%	18.6%	17.9%	19.1%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	41.7	58.1	41.0	50.6	53.4	ROE	12.8%	17.2%	20.4%	23.6%	25.6%
长期借款	-	-	30.6	2.6	7.3	ROA	12.6%	13.3%	15.9%	19.0%	20.7%
其他非流动负债	-	1.3	0.4	0.6	0.8	ROIC	26.9%	29.7%	31.9%	39.0%	49.7%
负债总额	82.1	257.6	305.0	365.7	436.1	分红指标					
少数股东权益	11.0	21.8	33.4	57.8	87.2	DPS(元)	0.05	-	0.09	0.10	0.11
股本	175.8	175.9	175.9	175.9	175.9	分红比率	10.9%	0.0%	8.4%	6.4%	5.0%
留存收益	453.8	577.6	757.9	1,025.8	1,408.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%
股东权益	640.6	751.1	967.2	1,259.4	1,671.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	91.1	134.3	190.3	284.1	406.0	EPS(元)	0.46	0.71	1.08	1.62	2.31
加:折旧和摊销	16.3	22.4	15.3	18.9	18.5	BVPS(元)	3.58	4.15	5.31	6.83	9.01
资产减值准备	5.5	10.6	-	-	-	PE(X)	87.3	56.2	37.0	24.8	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	9.7	7.5	5.9	4.4
财务费用	0.1	3.7	5.5	5.5	4.7	P/FCF	-126.8	120.9	80.5	37.4	25.7
投资损失	-	-2.2	-0.7	-1.0	-1.3	P/S	18.0	11.7	7.5	4.9	3.3
少数股东损益	10.4	8.9	12.2	24.8	30.0	EV/EBITDA	75.9	48.4	29.2	18.8	13.1
营运资金的变动	-102.8	-136.9	-138.5	-77.3	-186.5	CAGR(%)	50.2%	48.1%	49.5%	50.2%	48.1%
经营活动产生现金流量	-5.9	14.5	84.0	255.1	271.4	PEG	1.7	1.2	0.7	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-68.0	-49.2	-35.3	-31.0	4.6	ROIC/WACC	2.6	2.9	3.1	3.8	4.8
融资活动产生现金流量	31.4	93.0	61.2	-28.0	9.4						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn