



Research and
Development Center

智能电网信息化领先企业，云服务平台值得期待

—— 恒华科技（300365.sz）深度报告

2017 年 9 月 7 日

边铁城 计算机行业分析师

蔡靖 研究助理

袁海宇 研究助理

王佐玉 研究助理

智能电网信息化领先企业，云服务平台值得期待

2017年9月7日

本期内容提要：

- ◆ **领先的电力信息化软件供应商。** 恒华科技是国内领先的电力信息化软件服务商，其业务范围覆盖智能电网规划设计、基建管理、运行管理、检修管理和营销管理等环节，提供一体化的信息化解决方案。近年来公司积极应对电力行业改革的趋势以及 IT 产业云服务化趋势，推出了恒华云服务平台、售电一体化解决方案、基于云服务平台的工程总承包/项目管理业务等，为公司拓展新的业务空间。
- ◆ **电网建设投资维持快速增长，智能化程度有望提升。** “十二五”期间我国电网建设投资保持快速增长势头。2016 年及 2017 年电网建设投入增速依旧可观。其中配电网领域将成为电网投入重点。根据规划，“十三五”期间年均配电网侧建设及改造的投资达到 3,400 亿元。智能化投入在电网总投入中的占比预计将从 2010 年的 6.2% 提升到“十三五”期间的 12.5% 左右，市场空间的增大将给恒华科技这样的智能电网建设信息化服务供应商带来发展机遇。
- ◆ **云服务平台进展顺利，基于平台开展多样化业务。** 公司在多年电力行业信息化服务的基础上成功研发了恒华云服务平台，并于 2015 年 9 月正式上线。目前云服务平台主要包括“电+”平台、在线教育平台、小微 ERP（现已更名为“遥知”）、协同设计平台、售电运营云平台、EPC 管理云平台、生产运行等多样化的云服务产品，能够满足不同需求的电力行业客户。云平台业务进展顺利，2017 年年中总用户数达到 54,520 家，相比去年同期增长约 50%，约是 2015 年末的 5 倍。借助于云平台，恒华科技能够帮助客户节约成本、提升 IT 部署效率，长期发展潜力巨大。
- ◆ **把握售电市场放开的历史机遇，提供售电侧一体化服务。** 2015 年国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》标志着新一轮电力体制改革的开始，而新一轮电改的核心是售电侧市场的放开。顺应电改发展趋势，全国各地成立了约 8,124 家售电公司，售电业务的开展也在逐步推进中。而诸多小型售电企业或者信息化基础薄弱、或者缺乏开展售电业务相关知识，而恒华科技提供的从业务培训、投融资、配网建设到信息系统建设的售电侧一体化服务可以有效帮助新兴售电公司顺利的开展业务。作为较早布局售电侧业务的厂商，随着售电侧市场的打开，公司也有望从中得到新的业绩增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2017~2019 年公司营业收入分别为 9.46 亿元、13.56 亿元和 18.85 亿元，归属于母公司净利润分别为 1.98 亿元、2.77 亿元和 3.79 亿元，按最新股本 1.76 亿股计算每股收益分别为 1.12 元、1.57 元和 2.15 元，最新股价对应 PE 分别为 34 倍、24 倍和 18 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 电网建设投资尤其是配电网领域快速发展；售电侧业务全面放开，售电公司开展实质性业务。

证券研究报告

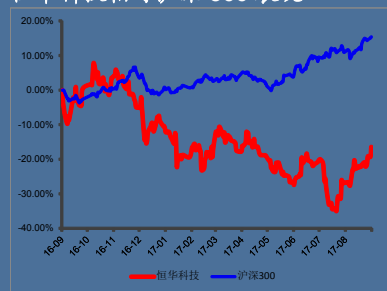
公司研究——首次覆盖

恒华科技（300365.sz）



首次评级

恒华科技相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 83326721

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

袁海宇 研究助理

联系电话：+86 10 83326726

邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

蔡靖 研究助理

联系电话：+86 10 83326728

邮箱：caijing@cindasc.com

王佐玉 研究助理

联系电话：+86 10 83326723

邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

公司主要数据（2017.9.6）

收盘价（元）	38.00
52 周内股价波动区间(元)	50.75-29.01
最近一月涨跌幅(%)	14.02%
总股本(亿股)	1.76
流通 A 股比例(%)	58.71
总市值(亿元)	66.78

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

◆ **风险因素：** 电改不及预期风险；云平台建设不及预期风险；电网投资建设不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	391.79	603.30	945.58	1,356.32	1,884.67
增长率 YoY %	72.11%	53.99%	56.73%	43.44%	38.95%
归属母公司净利润(百万元)	80.67	125.43	197.69	276.62	378.74
增长率 YoY%	33.08%	55.49%	57.61%	39.93%	36.92%
毛利率%	44.25%	42.68%	41.87%	41.44%	41.03%
净资产收益率 ROE%	13.98%	18.46%	25.77%	29.32%	29.80%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.71	1.12	1.57	2.15
市盈率 P/E(倍)	83	53	34	24	18
市净率 P/B(倍)	10.62	9.17	8.30	6.18	4.58

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 9 月 6 日收盘价

目 录

国内领先的智能电网信息化企业.....	1
以电力信息化为核心，业务覆盖全面.....	1
业务模式以定制化软件服务为主.....	2
投资驱动，传统电力信息化业务向好.....	3
电网建设维持高速，配电网及智能化为重要方向.....	3
电网建设一体化信息服务提供商，竞争优势凸显.....	5
恒华云服务平台进展顺利，打造一体化服务体系.....	7
顺应云化趋势，开拓电力 SaaS 服务.....	7
新兴售电侧市场渐起，云服务平台遇发展机遇.....	8
以数据为核心的增值服务，为售电企业赋能.....	10
进一步收购道亨时代，盈利能力提升.....	10
实控人认购非公开发行股票，彰显团队信心.....	11
公司业绩快速增长，经营状况健康.....	13
盈利预测、估值与投资评级.....	14
盈利预测及假设.....	14
估值与投资评级.....	14
风险因素分析.....	15

表 目 录

表 1: 恒华科技智能电网主要软件产品.....	6
表 2: 恒华云服务平台主要产品.....	7
表 3: 恒华科技参股售电公司概况.....	9
表 4: 恒华科技 2016 年非公开发行股票资金用途.....	12
表 5: 公司主营业务收入和毛利率预测.....	14
表 6: 部分 A 股可比上市公司估值情况.....	15

图 目 录

图 1: 恒华科技主要业务结构.....	1
图 2: 2012-2016 年恒华科技各项业务占比情况.....	2
图 3: 2012-2016 年恒华科技各项业务毛利率变化情况.....	2
图 4: 2011-2016 年全国电网工程建设投资及同比增速.....	3
图 5: 2011-2016 年全国电力信息化投入规模及同比增速.....	3
图 6: 电网年均智能化投资规模及总投资比重.....	5
图 7: 公司产品及服务在电网行业各主要业务环节的应用.....	5
图 8: 恒华云服务平台用户数量变化情况.....	8
图 9: 恒华云服务平台内容及功能介绍.....	9
图 10: 道亨时代主要软件产品展示.....	11
图 11: 近三年公司营收及归母净利润情况表现.....	13
图 12: 近三年公司各项关键经营指标表现.....	13

国内领先的智能电网信息化企业

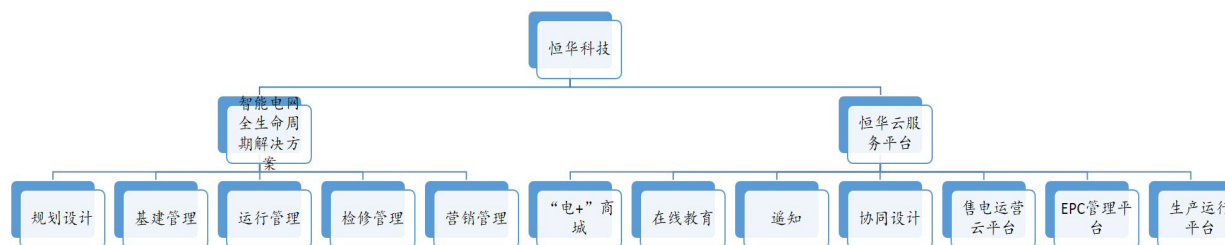
以电力信息化为核心，业务覆盖全面

北京恒华伟业科技股份有限公司（简称：恒华科技）成立于 2000 年 11 月，并于 2014 年 1 月在创业板上市。恒华科技是一家面向智能电网的信息化服务提供商，始终致力于运用信息技术、物联网技术和理念，为智能电网提供全生命周期的一体化、专业化信息服务。除此之外，近年来公司积极应对电力行业改革的趋势以及 IT 产业云服务普及的趋势，推出了恒华云服务平台、售电一体化解决方案、基于云服务平台的工程总承包/项目管理业务、智能交通信息化解决方案等新的业务方向。

智能电网全生命周期解决方案是公司上市以来的传统业务，指利用公司自主研发的资源管理平台（FPR）、图形资源平台（GRP）及企业信息集成服务平台（EISP），面向智能电网规划设计、基建管理、运行管理、检修管理和营销管理等环节，提供一体化的信息化解决方案。

恒华云服务平台是恒华科技基于云计算、互联网和移动计算等技术，自主研发的一系列用于在云端构建的专业信息化软件系统及配套服务。云服务平台基于恒华科技多年在电力信息化领域的经验，为电网行业用户提供的在线 SaaS 服务。目前云服务平台主要包括“电+”平台、在线教育平台、小微 ERP（现已更名为“遥知”）、协同设计平台、售电运营云平台、EPC 管理云平台、生产运行等云服务产品。

图 1：恒华科技主要业务结构



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

在云服务平台的基础上，公司以电力体制改革为契机，成功推出售电一体化平台，成为全国首家配售电全产业链供应商，能够为售电公司提供包含投融资、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。可以有效支撑售电公司的各项业务。此外，随着电力体制改革的推进、配网投资的加大，公司开始基于“电+”商城及云服务平台开展工程总承包/项目管理业务。公司充分利用“电+”平台，利用“电+”平台引入各类行业资源，实现总承包商与众包单位的信息互动、资源共享、合作共赢，从而提升 EPC 项目的执行效率、降低 EPC 项目的执行成本。

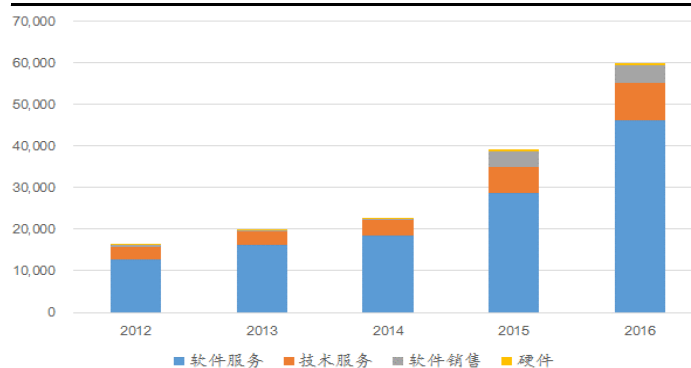
目前通过多年的业务积累，公司已经形成全产业链的业务体系，业务范围拓展至电力行业发电侧、配电侧和售电侧，业务也逐渐完成了线上和线下业务的打通，并构建起了可以满足不同行业应用的云服务平台。

业务模式以定制化软件服务为主

按照公司的业务类型进行划分，公司的业务可以划分为软件服务、软件销售、技术服务和硬件销售四类。其中软件服务指为客户提供定制化的软件产品，软件销售是指销售公司自行研发的通用型的软件产品，技术服务是指为客户提供的数据采集加工、设计咨询、系统维护、数据更新等服务，硬件销售是指在应客户要求外购硬件产品并进行集成实施的业务。

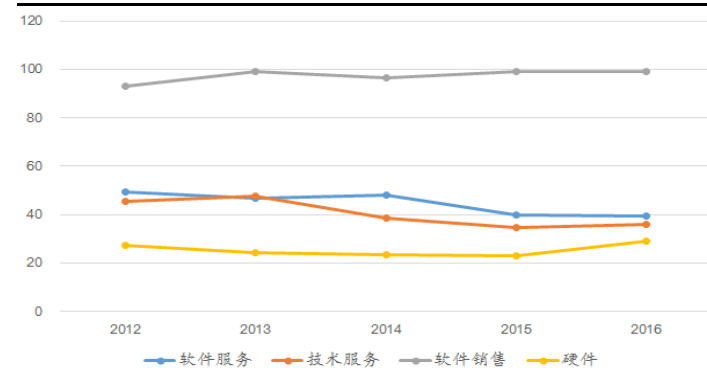
根据公司历年的收入情况来看，软件服务始终占据了绝大多数的比例，技术服务和软件销售次之，硬件销售占比最少。从毛利率角度来看，软件销售业务由于是销售自研通用型产品，毛利率最高。2016 年度的该项业务的毛利率达到 98.88%。软件服务和技术服务的毛利率次之，均在 30%左右。硬件销售业务技术含量较低，毛利率也是四项业务中最低的。

图 2：2012-2016 年恒华科技各项业务占比情况 (%)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 3：2012-2016 年恒华科技各项业务毛利率变化情况 (%)



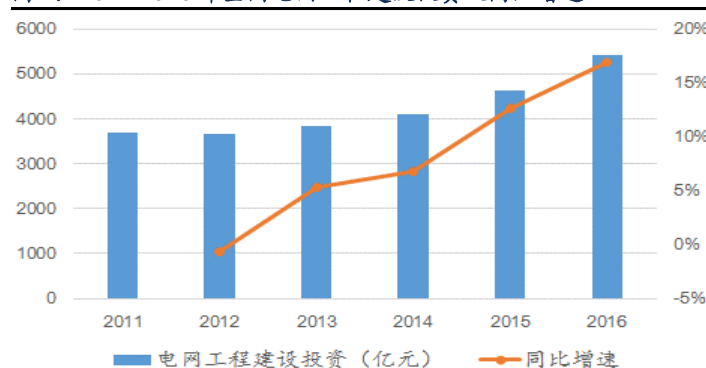
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

投资驱动，传统电力信息化业务向好

电网建设维持高速，配电网及智能化为重要方向

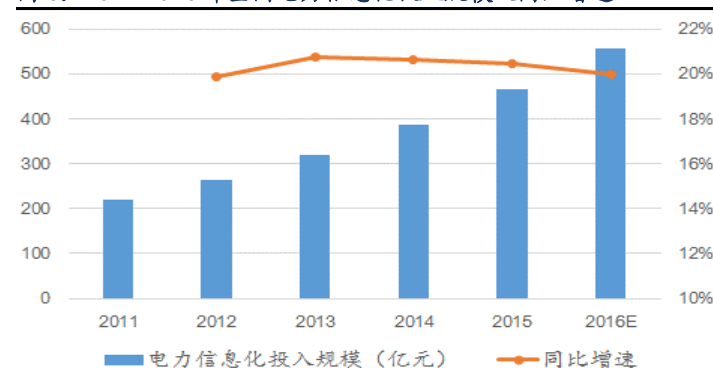
根据电力企业联合会发布的数据，2016 年电力工程建设投资总计完成 8,855 亿元，同比增长 3.3%；其中，电网工程建设投资总计完成 5,426 亿元，同比增长 16.9%，远高于电源工程建设投资的增速-12.9%。从 2011 年至 2016 年的电网工程建设投资数据来看，电网建设的规模始终保持增长趋势，且同比增速逐渐提升。2017 年 1-5 月份电网基本建设工程投资完成 1,794 万元，同比增长 9.5%，依旧维持较快速增长。随着全社会用电量增速的逐渐放缓和骨干网架建设日益完善，电网投资的重点将由主干网向配网侧转移。而在电力信息化方向，根据前瞻产业研究院的统计，近年来我国在电力信息化领域的投资规模逐步增大，历年同比增速保持在 20% 左右。电力信息化增速高于电网投资增速。前瞻产业研究院预计 2016 年电力信息化方面的投入已经超过 500 亿元。

图 4：2011-2016 年全国电网工程建设投资及同比增速



资料来源：电力企业联合会，信达证券研发中心

图 5：2011-2016 年全国电力信息化投入规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

“十三五”期间配电网建设投入巨大

电网建设的一个重要方向是配电网建设。近年来，我国配电网建设投入不断增加，配电网发展取得显著成效，但是用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。为了提升配电网建设水平，国家能源局在 2015 年发布了《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，提出 2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 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。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里，分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍，中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里，分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。到 2020 年目标配电自动化覆盖率、配电通信网覆盖率、智能电表覆盖率分别能达到 90%、95% 和 90%。照此规划估算，“十三五”期间平均每年在配电网建设及改造项目上的投资为 3,400 亿元，在电网

建设投资中占据较高比重。

2016 年 2 月，国务院办公厅发布《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》，其中提出城乡电力服务差距较为明显，农村地区电网建设水平相对滞后。因此，启动新一轮的农村电网改造工程。目标到 2020 年，全国农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，供电能力和服务水平明显提升，农村电网供电可靠率达到 99.8%，综合电压合格率达到 97.9%。而预计的总投资规模将达到 7000 亿元左右，平均每年 1400 亿元。农网的改造升级是配网建设的重要组成部分。

电网智能化是电网建设重要趋势

智能电网是以坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电网系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合，是坚强可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的现代电网。因此，以覆盖电网全系统的通信信息平台为支撑，利用物联网技术实现电网全系统的信息化，是实现建设智能电网的先决条件和重要基础。目前，我国电网信息化总体上处于较高水平，但是行业内业务管理信息化、规划设计和工程建设阶段的信息化、电网资产信息的信息化方面存在不足。

国家发改委、国家能源局早在 2015 年就发布了《关于促进智能电网发展的指导意见》，其中提出智能电网能够更好得实现电网安全、可靠、经济、高效运行。目标到 2020 年，初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系，满足电源开发和用户需求，全面支撑现代能源体系建设，推动我国能源生产和消费革命；带动战略性新兴产业发展，形成有国际竞争力的智能电网装备体系。在国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划》中提出要加大城乡电网建设改造力度，基本建成城乡统筹、安全可靠、经济高效、技术先进、环境友好、与小康社会相适应的现代配电网，适应电力系统智能化要求，全面增强电源与用户双向互动，支持高效智能电力系统建设。

根据前瞻产业研究院的分析，我国智能电网建设可以划分为三个阶段。(1)智能电网第一阶段（2009-2010 年）为规划试点阶段，电网总投资为 5510 亿元，智能化投资为 341 亿元，年均智能化投资为 170 亿元，占电网总投资的 6.2%；(2)第二阶段（2011-2015 年）为全面建设阶段，智能电网投资占总投资的比例约为 11.7%；(3)第三阶段（2016-2020 年）为引领提升阶段，预计智能电网投资占总投资的比例约为 12.5%。随着智能电网建设的展开，智能化投资将明显增加，“十三五”期间的年均投资规模有望达到智能电网第一阶段年均投资额的两倍。其中，配电及用电环节是智能电网投资最主要的细分领域。

而根据中投顾问发布的研究报告，预计未来五年（2017-2021 年）我国智能电网行业年均复合增长率约为 31.03%，智能电网有望迎来建设快速发展期。

电网建设一体化信息服务提供商，竞争优势凸显

恒华科技提出的一体化解决方案涉及包括规划、建设、运行、检修、营销在内的电网全生命周期，能够为电力行业客户核心业务的顺利开展提供保证，全面提升企业的运营效率。同时，公司的系列化产品和服务既可对独立区域的电网业务提供横向一体化的信息集成及服务，又能为单项业务在各层级公司间的集约管理提供纵向一体化的软件系统及服务，进而能为智能电网最终建立“横向集成”、“纵向贯通”的电网信息一体化提供完整的业务平台。

图 6：公司产品及服务在电网行业各主要业务环节的应用



注：上图中虚线框标示的业务本公司尚未涉及

资料来源：公司 2016 年年报，信达证券研发中心

表 1：恒华科技智能电网主要软件产品

软件产品类别	主要实现功能	应用领域及主要客户
电网规划及设计软件	主要包括输电数字化规划与设计系统、配网线路设计系统等。该系列软件为电网设计从耗时耗力的人工设计模式转为智能设计提供了有效工具，实现了电网规划设计的标准化。	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、山西省电力公司、河南省电力公司、福建省电力公司等。
电网基建工程管理软件	主要包括输变电工程建设管理系统、送变电企业信息管理系统等。具备先进的移动终端现场验评、进度上报、影像资料采集、监理到位考核、指纹身份验证、设备资产到货安装以及设备资产编码初始化等应用功能。	主要使用对象是电网基建工程参建单位。例如国家电网公司、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。

电网运行管理软件	公司主要针对设备运行监控领域，主要包括输电网在线监测系统、电缆多维动态监控系统和电网应急指挥系统等。能够针对电网的环境气象、雷电定位、线路负载等电网运行信息进行在线监测，并对架空输电线路及地下电缆线路的各项安全控制因素进行实时监测。	主要使用对象是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。
电网检修管理软件	提供电网检修管理系列软件，主要包括输配电大修技改工程管理系统和输配电生产管理系统等。提供电网设备运行管理、设备（资产）全生命周期管理、设备状态检修管理、技术监督管理、设备退役处置管理、运检计划管理和标准化作业管理、配电带电作业管理等功能	主要使用对象是各电网公司下属运行检修单位，例如四川平昌供电公司、沁阳市电业综合公司等。
电网营销管理软件	主要包括基于集抄的供用电智能分析系统和业扩报装流程监管系统，并有效支持电网客服系统运行。	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分公司等

资料来源：恒华科技招股说明书，信达证券研发中心

公司五大产品形成协同竞争力的同时，部分产品在细分市场具有较强的竞争力。公司的电网规划及设计系列软件用户已经覆盖全国 20 多个省和地区，在专业电网规划设计市场上占据一定优势。从 2008 年开始陆续中标了北京、贵州、河南、山西、云南、福建六个省级单位的全省电网设计标准化项目以及国网经济技术研究院项目，并得到广泛应用。公司是业内为数不多的具有实施配网设计软件全省推广能力的供应商。公司还是电网基建工程管理系统软件细分行业的龙头企业，用户涵盖国家电网公司基建部及 27 个省级电力公司，同时还覆盖国网交流工程建设有限公司、国网直流工程建设有限公司等国网直属单位。

由于此项业务的下游主要是电网行业客户，业务发展受电网建设投资尤其是电网信息化方面投资影响较大。在配电网建设的各个阶段，公司都具备相应的信息化的能力，拥有输配电生产管理系统、配网线路设计软件系统、输配电地理信息系统、配电抢修综合管理系统等软件平台。以公司 2016 年中标的黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目（EPC）为例，基于公司云服务平台，公司可以为客户提供从规划设计阶段到采购、建设、运营管理的整个项目管理服务，项目参与度较高。在配电网建设大规模投入和电网建设智能化趋势愈加明显的大背景下，以恒华科技为代表的电网信息化服务提供商有望充分受益于行业发展。

恒华云服务平台进展顺利，打造一体化服务体系

顺应云化趋势，开拓电力 SaaS 服务

恒华云服务平台是恒华科技基于云计算、互联网、移动计算等技术，自主研发的一系列用于在云端构建专业信息化软件系统及配套服务的硬件、软件、工具等设施的统称，是恒华科技结合多年电力行业项目经验、深度理解用户需求，为电网行业用户量身研发的云服务平台。云服务平台主要包括“电+”平台、在线教育平台、小微 ERP（现已更名为“遥知”）、协同设计平台、售电运营云平台、EPC 管理云平台、生产运行等云服务产品，满足了广大行业用户的不同需求。恒华云服务平台的核心产品云服务商城（现已更名为“电+”商城）和协同设计平台于 2015 年 9 月 15 日正式上线。随后，在线教育平台、售电运营云平台、EPC 管理云平台、生产运行云平台、“遥知”移动办公平台也陆续上线。凭借云服务平台业务的顺利展开，公司成功扩展了电力领域 SaaS 服务。

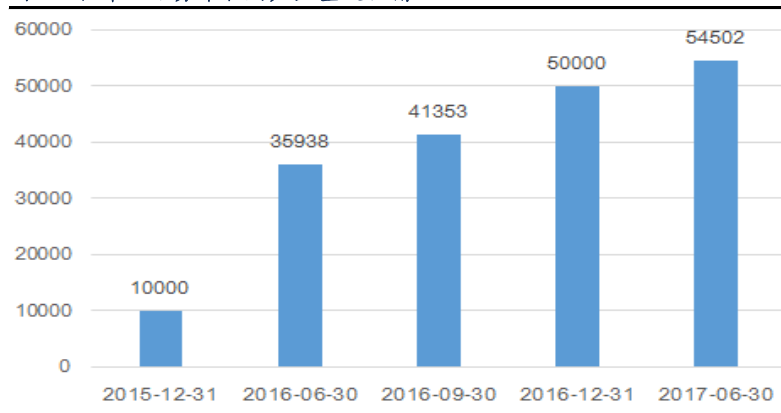
截至 2017 年上半年末，公司云服务平台用户数为 54,502 个，其中注册企业数为 3,845 家。而 2016 年底云服务平台的用户数超过 50,000 个，其中个人用户约 49,000 个，单位用户约 1,000 个。2016 年年中总用户数量为 35,938 个，其中个人用户 35,376 个，单位用户 562 家。云平台用户拓展速度较快，说明了恒华科技顺应软件行业互联网化、云化的发展趋势，从传统服务模式向云服务模式转变的可行性和必要性。

表 2：恒华云服务平台主要产品

云服务产品	产品介绍
电+商城	售电产业链综合服务平台，提供包括售电咨询、售电信息化、售电培训、售电公司代注册在内的系列服务。
售电运营云平台	售电运营一体化平台是在当前国家大力推进电力体制改革还原电力商品可以自由买卖交易的背景下，面向各类投资主体成立的售电公司提供售电服务并对售电过程中的电能计量、计价、电费过程进行管理的一体化综合管理平台。
协同设计云平台	以信息化管理、协同设计、三维技术、设计工具为主要特点的协同设计平台，能够提供电网设计所需的项目管理、协同工作、数字化设计和数据资源服务等全套解决方案。
EPC 管理云平台	围绕设计、施工、物资等核心业务，建设符合电力行业 EPC 项目管理要求的通用业务模型，为客户提供满足 EPC 项目建设过程管控要求的服务平台。
生产运行云平台	以资产全寿命周期为主线，涵盖设备台帐、工单管理、缺陷故障、标准规范、生产检修计划、现场工作、资产退役处置、状态检修、设备状态监测、应急管理等功能模块，对配电生产管理提供信息化支撑。
“遥知”移动办公平台	通过提供即时通讯、图片交流、任务协同等核心功能，搭建基于任务的工作组，方便快捷将沟通结论形成协同任务，并提供基于任务跟踪的项目管理，为全面提升工作效率服务。

资料来源：恒华科技官网、信达证券研发中心

图 7：恒华云服务平台用户数量变化情况



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

新兴售电侧市场渐起，云服务平台遇发展机遇

近年来国家电力体制改革逐步推进，电改的侧重点在于售电侧改革。在 2015 年 3 月份国务院发布的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》标志着新一轮电力体制改革的开始。在 2016 年底国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划》中提出，要全面推进配售电侧改革，支持售电主体创新商业模式和服务内容。目标在 2018 年底前完成售电侧市场竞争主体培育工作，基本形成充分竞争的售电侧市场主体；鼓励社会资本开展新增配电业务；明确增量配电网放开的具体办法；建立市场主体准入退出机制；完善市场主体信用体系；在试点基础上全面推开配售电改革。

2016 年 10 月国家发改委和国家能源局印发《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》标志着配售电业务向社会资本的放开。经过一年左右的发展时间，全国各地已经成立了 8,124 家售电公司。按照国家发改委和能源局的相关政策规定，售电公司从注册到交易大约需要 3-6 个月，如果是配售电公司还需要取得供电营业许可证和电力业务许可证，可能需要更长的时间。目前输配电价改革进展顺利，到 2017 年 6 月底，省级电网全部进行了输配电价改革，实现了全国的全覆盖。2016 年，电力市场化交易比例已经达到 22.25%。而根据发改委在近期新闻发布会上的表示，预计年底全国包括电力直接交易、发电权交易、跨省送电交易等在内的电力市场化规模将达到 2 万亿千瓦时，占电网销售电量的 35%，同比增长 50%，电力市场化交易更加活跃。因此我们判断，2017 年下半年开始有望成为售电公司开展业务的关键时期，而售电公司开展业务前期就需要做好信息化系统的搭建。

云服务平台中的“电+商城”和“售电运营云平台”主要是面向新兴的售电市场。公司以电力体制改革为契机，成功研发售电一体化平台，成为全国首家配售电全产业链供应商。平台面向社会资本投资成立的独立售电公司、配售电公司、地方电力公司等市场主体，提供全方位售电业务信息化支撑，满足售电公司在规划建设、生产管理、营销管理、购售电管理、客户服务

等方面的业务需求，并针对不同售电公司提供差异化版本。配售电一体化云平台基于云端部署，即开即用。平台集成规划建设、生产管理、售电交易、营销业务、客户服务、电网 GIS 等功能，实现了项目全过程、资产全寿命、营配一体化、购售用全链条等核心业务价值链，是国内领先的一站式解决售电全产业链信息化的一体化综合管理服务平台。

图 8：恒华云服务平台内容及功能介绍



资料来源：“电+”平台官网，信达证券研发中心

除了服务诸多售电公司外，恒华科技也通过自己参股设立售电公司来涉足售电市场。先后参股设立了四家售电公司，分别是咸阳经发能源有限公司、中山翠亨能源有限公司、贵阳高新配售电有限公司以及长沙振望配售电有限公司。一方面可以为公司积累售电侧业务经验，另一方面也有望为公司产生一定的业绩贡献。目前，中山翠亨能源有限公司、咸阳经发能源有限公司及贵阳高科大数据配售电有限公司均已取得售电资质。其中，中山翠亨能源有限公司已经开始开展售电业务，咸阳经发能源有限公司和贵阳高科大数据配售电有限公司正在筹划开展售电业务。公司于近日参与设立的长沙振望配售电有限公司正在积极筹备工商注册，各项工作开展顺利。

表 3：恒华科技参股售电公司概况

售电公司名称	注册资金（万元）	恒华科技出资额（万元）	其他出资方
咸阳经发能源有限公司	20,000	5,000	大西安（咸阳）文体功能区发展集团有限公司、北京中能互联创业投资中心、陕西伯迪电力工程有限公司
中山翠亨能源有限公司	100,000	20,000	中山翠亨投资有限公司、北京中能互联创业投资中心、深圳市科陆售电有限公司
贵阳高新配售电有限公司	21,000	4,200	贵阳高科开发建设有限公司、贵州中能互联投资合伙企业、北京方胜有科技股份有限公司
长沙振望配售电有限公司	21,000	5,250	长沙市振望建设开发有限公司、北京中能互联创业投资中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以数据为核心的增值服务，为售电企业赋能

未来随着电力体制改革的进一步深入，售电企业之间的竞争将更加激烈。目前售电企业主要的盈利模式是利用购电与售电之间的价差。在售电公司间市场竞争逐渐加强、同质化愈加严重的预期下，初期的售电企业价格战难以避免。而最终能够脱颖而出的售电企业除了能够提供性价比高的电力销售服务以外，相关的增值服务也将为售电企业带来更高的竞争力。售电企业能够为用电侧提供的增值服务包括用电负荷的预测、差异化的套餐服务等。售电公司的核心竞争力体现在电费管理方面有效预测电力负荷以及工业节能方面的能效管理、设备检测与运维服务等。

以目前售电公司实际经营情况来看，计划用电与实际用电之间的偏差是其经营过程中遇到的较大难题。偏差考核也成为影响售电公司盈利的重要因素。以广东省 2 月份偏差考核情况为例，受到偏差考核的用户共计 77 家，占比 81%，每个用户平均被考核费用达到 82 万元，直接导致亏损的有 18 家，最多亏损 1,452 万元。以广东省 3 月份偏差考核情况来看，售电公司平均让利 40% 以上承担偏差考核费用。

因此，借助于大数据技术的用电负荷预测有望成为售电公司至关重要的竞争力。此外，对于用户用电数据的分析可以产生针对性的用电套餐，以此为基础进行的电力市场营销有利于售电公司吸引下游客户，也有利于加深和下游客户的合作以共同承担偏差考核风险。

我们认为，若要实现这部分增值服务，一是需要利用售电侧企业在开展业务过程中所积累的数据，二是需要较高的 IT 技术、数据分析的能力，三是对电力运行系统有着长期的实践经验。而对于广大中小型售电公司而言，其提供这部分增值服务的能力偏弱。作为电力信息化服务提供商，恒华科技在提供基础信息化服务的基础上，也有能力通过云服务的方式提供相关的数据分析服务以提升售电侧企业的竞争力。而恒华科技自己参股售电公司也为自身积累业务活动数据及后续的数据分析打下基础。2017 上半年恒华科技的售电量大数据智能预测平台已经实现收入 350 万元。

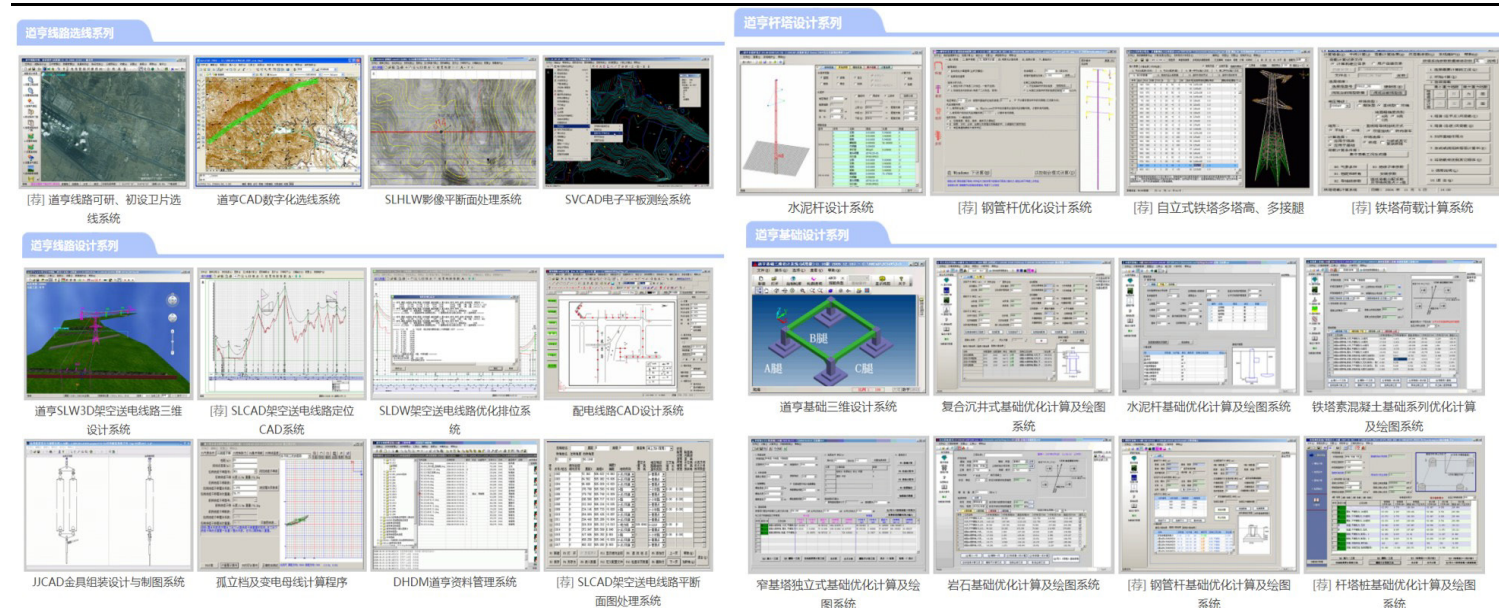
恒华科技基于云平台服务的售电侧服务顺应了电力改革的大趋势，以诸多售电企业为目标用户。诸多新成立的售电公司往往信息化基础薄弱，难以有效应付复杂的售电侧业务，或者缺乏提供售电服务的相关知识，而恒华科技可以提供包含投融资、咨询、配网建设、专业运营、信息化、增值服务等全方位一体化服务。可以有效支撑售电公司购电、售电、增值服务和客户服务，以及为具有配网资产的售电公司的供电、配网管理、用电采集、生产管理等核心业务的开展提供一体化解决方案。恒华科技在电力售电侧业务大发展的时候为配售电公司提供必须的信息化服务以及基于数据的增值服务，能够助力细分领域的快速发展。公司通过扮演给淘金者卖水的角色，也有望充分受益于售电侧市场的发展。

进一步收购道亨时代，盈利能力提升

2016年9月30日，公司发布公告拟以现金方式收购北京道亨时代科技有限公司49%股权，交易价款为1.3亿元。2017年4月份道亨时代完成相关工商登记变更手续。此次收购前，恒华科技持有道亨科技51%股权。此次收购完成后，道亨时代成为恒华科技的全资子公司。

道亨时代在国内输电线路设计应用软件领域具有一定的竞争优势，其基于自身技术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能够充分整合输电线路设计领域的各项关键环节，实现输电线路信息流的顺利传递，提高设计质量。道亨时代基于上述三大平台开发的软件模块广泛应用于国内架空送电线路领域，客户涵盖主要的电网设计院。

图9：道亨时代主要软件产品展示



资料来源：道亨时代官网，信达证券研发中心

恒华科技在配网软件领域的优势更为明显。收购完成后，公司在架空输电线路选线、设计等软件开发方面的技术实力得到增强，巩固了公司在智能电网领域的竞争力。同时，公司的电网设计软件将涵盖输电网和配电网领域，有利于公司云服务平台核心产品“协同设计平台”的升级完善。2016年度道亨时代为公司贡献营业收入4,646.7万元，贡献净利润1,902.1万元，在公司整体业绩的占比分别达到7.7%和15.2%。道亨时代成为公司的全资子公司后将使得公司的业务规模和盈利能力得到进

一步提升。道亨时代业绩经营情况稳定，顺利完成 2016 年度的各项考核指标。

实控人认购非公开发行股票，彰显团队信心

公司 2016 年度非公开发行股票申请已经获得中国证监会的审核通过。根据预案，此次非公开发行股票的数量为不超过 21,440,823 股，发行对象为公司实际控制人江春华、方文、罗新伟和陈显龙。此次非公开发行拟募集资金总额不超过 7.5 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于投资黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目、贵州省云计算数据中心建设项目和补充流动资金。此次非公开发行股票的价格为 35.05 元/股。

表 4：恒华科技 2016 年非公开发行股票资金用途

项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目	55,200	7,000
贵州省云计算数据中心建设项目	18,490	8,000
补充流动资金	60,000	60,000
合计	133,690	75,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

一方面，本次非公开发行股份由公司的四位实际控制人江春华、方文、罗新伟和陈显龙全额申购，彰显了公司高层对于公司未来发展的信心。截止 2016 年末，四人合计持股比例为 49.82%，若按照最大非公开发行股票数量进行计算，发行后四人合计的持股比例将增加到 55.27%，对公司的控制力进一步增强。另一方面，此次募集资金的投入有效契合了公司整体发展战略，能够满足公司云服务平台不断增长的基础设施和运营服务的需求，同时增强了公司的资金实力，对公司的长期发展形成利好。

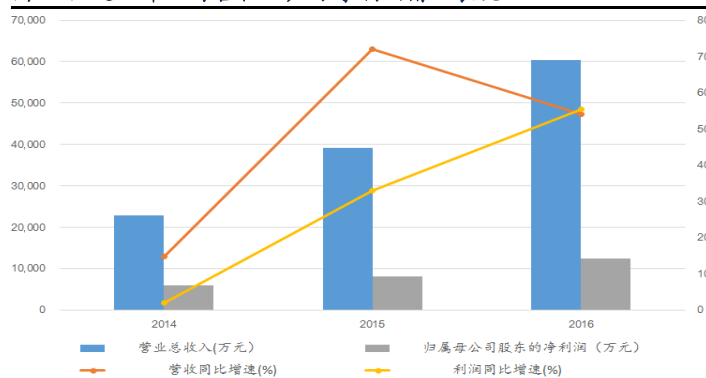
公司业绩快速增长，经营状况健康

根据公司 2017 年上半年度报告，公司实现营业收入 29,378.18 万元，同比增长 60.81%，实现归母净利润 4,759.65 万元，同比增长 59.97%，维持了此前快速增长的势头。自 2014 年上市以来，公司业绩增长稳健。从 2014 年到 2016 年，公司营业收入实现了 165% 的增长，归母净利润实现了 107% 的增长，增长趋势较快。公司 2015 年和 2016 年业绩能够实现快速突破主要得益于公司配网相关业务进展顺利。

从销售毛利率和销售净利率角度来看，2016 年相对 2014 年来看略有下降但基本保持稳定。毛利率下降的主要的原因是云平台前期投入较大，前期平台以用户获取为主要目标。从三项费用率的指标来看，管理费用率位于近三年以来的低位，销售费用率基本没有变化，财务费用率略有上升。其中财务费用率的上升主要是因为 2016 年公司因经营需要短期借款增加而导致利息费用支出增加。

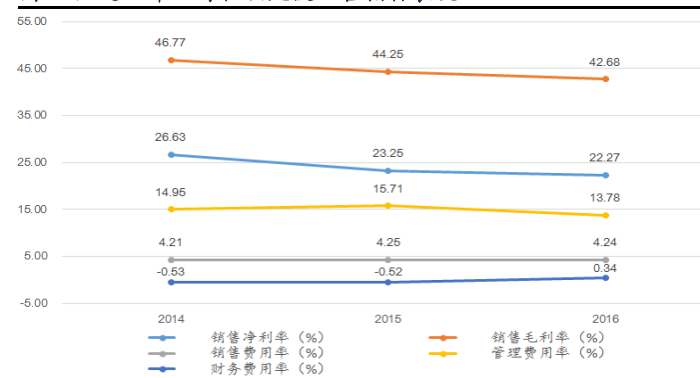
整体来看，公司业绩快速增长，同时公司各项主要经营指标保持稳定，公司的经营状况始终保持在健康水平。

图 10: 近三年公司营收及归母净利润情况表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 近三年公司各项关键经营指标表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、公司在电力信息化领域深耕多年，具有技术及客户储备方面的优势。“十三五”期间，电网建设尤其是配电网建设将保持较高的投资力度，公司作为国内领先的智能电网信息化全产业链服务商有望充分受益于行业的快速发展。同时，电力体制改革带动售电侧市场发展，公司基于恒华云服务平台提供的售电一体化服务能够给公司带来新的业绩增长点。因此，我们预期公司核心的软件服务、技术服务将保持较快的增长速度。
- 2、公司的软件销售和硬件销售业务板块为公司非核心业务，我们预期该业务也能够随着公司整体的业务拓展而得到增长，但是业务增速要低于核心业务。

表 5：公司主营业务收入和毛利率预测

(单位：万元)		2015	2016	2017E	2018E	2019E
软件服务	营业收入	28,786.28	46,286.08	74,057.73	107,383.71	150,337.19
	营业收入 YOY	56.70%	60.79%	60.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	39.88%	39.30%	39.30%	39.49%	39.36%
技术服务	营业收入	6,224.35	8,872.87	14,196.59	20,585.06	28,819.08
	营业收入 YOY	58.31%	42.55%	60.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	34.72%	35.75%	36.36%	35.61%	35.91%
软件销售	营业收入	3,601.58	4,186.66	5,023.99	6,028.79	7,234.55
	营业收入 YOY	1081.97%	16.25%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	99.01%	98.88%	98.16%	98.68%	98.57%
硬件销售	营业收入	566.38	716.37	859.64	1,031.57	1,237.89
	营业收入 YOY	259.81%	26.48%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.82%	29.05%	25.08%	25.65%	26.59%
合计	营业收入	39,178.59	60,061.98	94,137.96	135,029.13	187,628.71

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

按照公司现有股本（175,887,600 股），我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年的 EPS 分别为 1.12、1.57、2.15 元，对应 2017 年 9 月 6 日的收盘价（38.00 元）的 PE 分别为 34、24、18 倍。而根据 wind 统计数据的一致预期，可比 A 股上市公司 2017 年和 2018 年的平均 PE 分别为 67 和 47 倍，高于我们对恒华科技的预计。考虑到恒华科技在行业内在技术、经验、客

户、业务布局以及云平台建设等方面有着较强的优势，我们首次覆盖给予“增持”投资评级。

表 6：部分 A 股可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）		
				TTM	2017E	2018E
300513.sz	恒泰实达	35.38	43.11	107.4	-	-
002380.sz	科远股份	20.93	50.23	53.4	48.5	37.5
300520.sz	科大国创	31.36	66.28	128.1	112.9	72.9
002063.sz	远光软件	11.77	70.77	53.2	40.3	29.6
	平均	-	57.60	85.5	67.2	46.7
300365.sz	恒华科技	38.00	66.84	46.7	34.0	24.0

资料来源：Wind，信达证券研发中心；股价、市值以 2017 年 9 月 6 日收盘价为基准，恒华科技 PE 为信达预测，其余为 wind 一致预期。

风险因素

- 1、电改不及预期风险。**售电公司的业务开展受到电改政策的极大影响，若电改推进不及预期可能对公司的售电侧业务产生不利影响。
- 2、云平台建设不及预期风险。**公司目前的云服务平台尚处在获取用户的起步阶段，未来能否给公司带来可观的收入和利润尚存在一定的不确定性。
- 3、电网投资建设不及预期。**公司传统的电力信息细化业务受国家电网投资规划的影响，实际投资情况不及预期可能对公司相关业务产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	603.38	855.67	938.88	1,260.17	1,696.54
货币资金	212.46	268.06	75.27	42.87	23.87
应收票据	5.93	13.57	21.27	30.51	42.40
应收账款	296.94	464.31	698.36	1,001.71	1,391.91
预付账款	0.22	0.34	0.55	0.79	1.10
存货	65.68	57.76	91.81	132.67	185.62
其他	22.16	51.63	51.63	51.63	51.63
非流动资产	119.34	153.03	184.78	187.38	190.95
长期投资	0.00	48.60	78.60	78.60	78.60
固定资产	78.04	75.73	76.25	76.83	77.46
无形资产	1.46	1.17	1.15	1.18	1.29
其他	39.84	27.53	28.77	30.77	33.60
资产总计	722.71	1,008.70	1,123.66	1,447.55	1,887.49
流动负债	82.09	256.33	293.40	337.87	395.24
短期借款	20.00	146.80	146.80	146.80	146.80
应付账款	14.28	22.37	35.56	51.38	71.89
其他	47.81	87.16	111.04	139.70	176.56
非流动负债	0.00	1.31	1.31	1.31	1.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.31	1.31	1.31	1.31
负债合计	82.09	257.64	294.70	339.18	396.55
少数股东权益	11.02	21.81	23.81	26.60	30.43
归属母公司股东权益	629.61	729.25	805.15	1,081.77	1,460.51
负债和股东权益	722.71	1008.70	1123.66	1447.55	1887.49

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.79	603.30	945.58	1,356.32	1,884.67
同比(%)	72.11%	53.99%	56.73%	43.44%	38.95%
归属母公司净利润	80.67	125.43	197.69	276.62	378.74
同比(%)	33.08%	55.49%	57.61%	39.93%	36.92%
毛利率(%)	44.25%	42.68%	41.87%	41.44%	41.03%
ROE(%)	13.98%	18.46%	25.77%	29.32%	29.80%
每股收益(元)	0.46	0.71	1.12	1.57	2.15
P/E	83	53	34	24	18
P/B	10.62	9.17	8.30	6.18	4.58
EV/EBITDA	54.88	39.73	28.54	20.76	15.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.79	603.30	945.58	1,356.32	1,884.67
营业成本	218.43	345.81	549.69	794.29	1,111.35
营业税金及附加	1.74	3.05	4.55	6.52	9.07
营业费用	16.66	25.56	40.02	57.41	79.77
管理费用	61.55	83.13	130.29	186.89	259.69
财务费用	-2.03	2.07	4.37	5.92	6.22
资产减值损失	5.53	10.64	12.31	19.76	27.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.20	0.73	0.98	1.30
营业利润	89.90	135.23	205.08	286.51	391.91
营业外收入	15.93	10.73	17.14	24.42	33.78
营业外支出	0.12	0.08	0.07	0.07	0.07
利润总额	105.72	145.88	222.16	310.86	425.62
所得税	14.63	11.55	22.47	31.45	43.06
净利润	91.08	134.33	199.69	279.42	382.57
少数股东损益	10.42	8.90	2.00	2.79	3.83
归属母公司净利润	80.67	125.43	197.69	276.62	378.74
EBITDA	122.05	171.96	239.34	329.01	444.84
EPS (摊薄)	0.46	0.71	1.12	1.57	2.15

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-5.88	14.46	-24.04	-14.61	-0.34
净利润	91.08	134.33	199.69	279.42	382.57
折旧摊销	16.27	22.36	10.78	11.76	12.82
财务费用	0.07	3.72	6.39	6.39	6.39
投资损失	0.00	-2.20	-0.73	-0.98	-1.30
营运资金变动	-116.58	-154.87	-251.24	-328.97	-425.96
其它	3.28	11.12	11.07	17.77	25.14
投资活动现金流	-67.99	-49.17	-148.86	-11.39	-12.26
资本支出	-31.53	-20.77	-11.29	-12.37	-13.57
长期投资	-18.46	0.00	0.73	0.98	1.30
其他	-18.00	-28.40	-138.30	0.00	0.00
筹资活动现金流	31.40	93.00	-19.88	-6.39	-6.39
吸收投资	31.16	5.20	-0.30	0.00	0.00
借款	9.00	126.80	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	8.77	12.41	19.59	6.39	6.39
现金净增加额	-42.47	58.38	-192.78	-32.40	-19.00

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士， 曾经从事手机研发，实验室管理等工作， IT 从业经验八年。 2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。