

恒华科技(300365.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

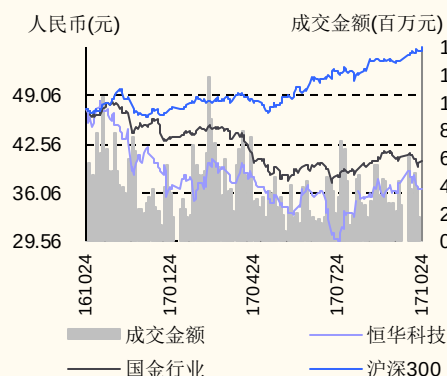
公司深度研究

市场价格(人民币): 36.29 元
目标价格(人民币): 49.35-49.35 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 103.27
总市值(百万元) 7,222.22
年内股价最高最低(元) 48.22/29.56
沪深 300 指数 3959.40



配网业务助力营收高增长，云平台转型打开业绩成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.459	0.713	0.970	1.414	1.880
每股净资产(元)	3.58	4.15	8.43	9.88	11.83
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.02	0.26	0.03	0.48
市盈率(倍)	93.41	58.20	37.41	25.66	19.30
行业优化市盈率(倍)	33.92	33.92	33.92	33.92	33.92
净利润增长率(%)	33.08%	55.49%	52.54%	45.78%	33.03%
净资产收益率(%)	12.81%	17.20%	11.50%	14.30%	15.89%
总股本(百万股)	175.76	175.91	197.33	197.33	197.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电力信息化将维持高景气，配网相关业务将助力公司业绩高增长。**未来我国智能电网进入了引领提升阶段，电网信息化作为智能化基本特征之一，将保持每年 20%左右的持续增长态势。近年来配网投资特别是配网信息化投资快速增长，配网信息化软件业绩持续高速增长，未来配网景气周期仍将持续，公司配网相关的软件、设计、EPC 等业务收入仍将保持中高速增长势头。
- **布局“电+”众包平台和基于云平台的 SAAS 应用，打造独特的“天猫式”云平台服务。**公司开创了独特的众包平台，借鉴了天猫的商业思维，采用 B2B、B2C 相结合的商业模式，为电力行业的供求双方提供了获取相关业务信息的平台。通知、协同设计、EPC 管理云平台等基于云平台的 SAAS 应用百花齐放，一年半平台用户数增长近 4.5 倍，预计 17-19 年通过“电+”平台引流的信息业务和衍生出来的各类平台服务收入将给软件服务业务收入带来复合 24% 增长。
- **电改政策落地速度加快，大力布局进入售电领域。**今年来电改落地政策明显加快，随着输配电价改革以及市场化电力交易规模逐步增大，(配)售电公司数量将继续提升并真正进入大规模运营阶段，公司售电一体化服务能力突出，除了基础功能外还能为售电公司提供包括能效管理、大数据分析等一系列增值服务，另外公司参股的配售电公司在运营中有望持续贡献增量业绩。
- **实际控制人全额认购定增，彰显公司长期发展信心。**今年 7 月 31 日证监会核准通过公司非公开发行股票募集资金 7.5 亿的申请，本次非公开发行股票全部由公司 4 位实际控制人全额认购，并且限售期长达三年，充分彰显了管理层对公司长期发展的信心。

盈利预测和投资建议

- 公司多年深耕电力信息化软件领域，预计配网相关收入将继续保持较快增长。近年来布局“电+”众包平台实现传统线下主业和云平台双轮驱动。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 1.92 亿、2.79 亿、3.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.97 元、1.41 元、1.88 元，三年业绩复合增长 43.6%。首次覆盖，给予公司目标价 49.35 元，对应 2018 年 35 倍估值。

风险提示

- 电网信息化投资不及预期，电改进程不及预期，应收账款回款存在一定风险

邓伟

联系人
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、智能电网信息化领军者持续发力，将迎业务发展良机	4
1.1 实现全生命周期一体化服务，产品分布广泛	4
1.2 各方面核心竞争力突出，未来发展前景广阔	6
1.3 配网景气周期仍将持续，公司业绩持续增长可期	10
2、打造互联网云平台运营商，助力互联网电力生态圈转型	12
2.1 推出电网云平台，加速电力行业互联网转型	12
2.2 “电+”平台开创独特的“天猫式”众包模式，助力电力行业透明化	12
2.3 核心平台百花齐放，丰富互联网产业生态圈	13
2.4 EPC 管理云平台，提供基于互联网创新的 EPC 服务创新	14
3、电改政策落地速度加快，大力布局进军售电领域	17
3.1 电改政策落地速度加快，售电企业迎电改春风	17
3.2 抓住市场机遇，售电信息化产品有望迎来业绩爆发期	18
3.3 “互联网+”智慧能源大势所趋，售电增值服务将成下一战场	20
3.4 战略投资配售一体化公司，未来有望持续贡献增量业绩	21
4、放眼中长期发展，收购与合作并存	23
4.1 海外业务初见成效，产业投资丰富外延资源	23
4.2 提升产业链服务能力，丰富平台化产业布局	24
5、非公开发行获实控人全额认购，彰显公司长期发展信心	27
6、盈利预测与投资建议	28
6.1 关键性假设和盈利预测	28
6.2 投资建议	29
7、风险提示	30

图表目录

图表 1：恒华科技智能电网全生命周期一体化服务	4
图表 2：2017 年上半年营业收入构成	5
图表 3：恒华科技智能电网全生命周期一体化软件平台	5
图表 4：道亨时代主要产品	6
图表 5：道亨时代 2013-2016 年营业收入和净利润	6
图表 6：2010 年到 2017 年恒华科技研发投入情况	7
图表 7：强大的基础数据采集和加工能力是构建电网数据库最重要的保障	7
图表 8：恒华科技主要分支机构分布	8
图表 9：智能电网建设的四个阶段	9
图表 10：2010-2018 年国家电网智能电网投资规模变化	9
图表 11：2011 年到 2017 年恒华科技收入及利润情况	10
图表 12：2007 年到 2016 年电网投资和配网投资额	10
图表 13：105 个增量配网试点项目所属领域	11

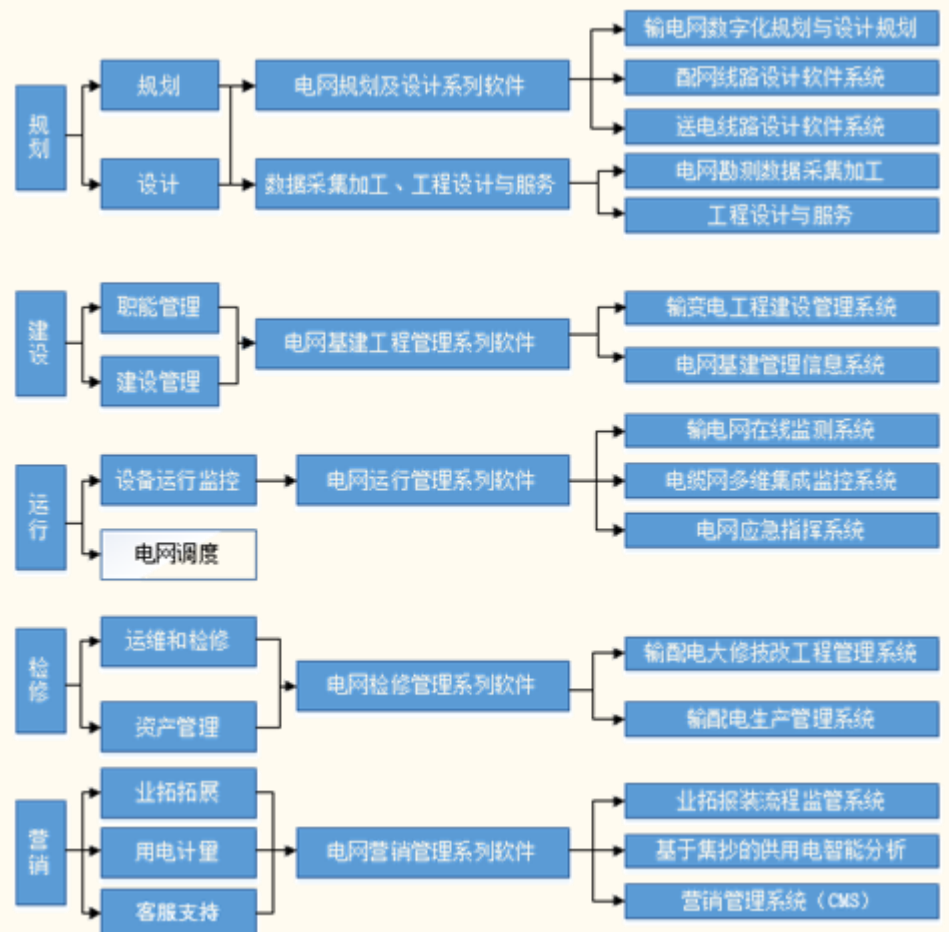
图表 14: 配网建设工程总承包服务.....	11
图表 15: ”电+” 平台页面.....	12
图表 17: 软件众包服务流程示意图.....	13
图表 16: 恒华云服务平台用户数变化.....	13
图表 18: 协同设计平台主要功能.....	14
图表 19: 遥知平台主要功能.....	14
图表 20: EPC 管理云平台共享生态圈.....	15
图表 21: EPC 服务创新示意图.....	15
图表 22: 公司在手 EPC 项目情况.....	16
图表 23: 新电改下的售电模式解读.....	17
图表 24: 全国直接交易合同电量及占电力消费总量比例.....	17
图表 25: 电改关键节点推进情况.....	18
图表 26: 公司售电全方位一条化服务示意图.....	19
图表 27: 售电云平台信息化产品服务和平台架构.....	19
图表 28: 恒华科技用户增值服务.....	20
图表 29: 多渠道夯实大数据服务能力.....	21
图表 30: 全球电力大数据管理系统市场规模.....	21
图表 31: 配售一体化投资回报分析.....	22
图表 32: 示范配电项目建设关键性假设.....	22
图表 33: “一带一路” 示意图.....	23
图表 34: 产业投资基金资金结构情况.....	23
图表 35: 恒华科技智能交通领域项目案例.....	25
图表 36: 2013-2017H1 我国各类发电机组新增装机容量.....	25
图表 37: 2007-2016 年国家电网线损率.....	25
图表 38: 节能监控管理一体化平台.....	26
图表 39: 全国电力监测运维及节能服务市场估计.....	26
图表 40: 非公开发行募集资金具体投资项目情况.....	27
图表 41: 实际控制人认购股票数量和发行后股票数量.....	27
图表 42: 公司主营业务分产品预测.....	28
图表 43: 可比公司估值水平一览.....	29

1、智能电网信息化领军者持续发力，将迎业务发展良机

1.1 实现全生命周期一体化服务，产品分布广泛

恒华科技成立于 2000 年 11 月，是我国智能电网信息化的先锋企业，一直致力于运用信息技术、物联网技术和理念，凭借其雄厚的软件研发能力、卓越的信息技术服务能力以及多年工程设计与工程管理的丰富经验逐步成为了国内涉及智能电网信息化建设全业务体系的优质服务提供商。

图表 1：恒华科技智能电网全生命周期一体化服务



来源：公司公告、国金证券研究所

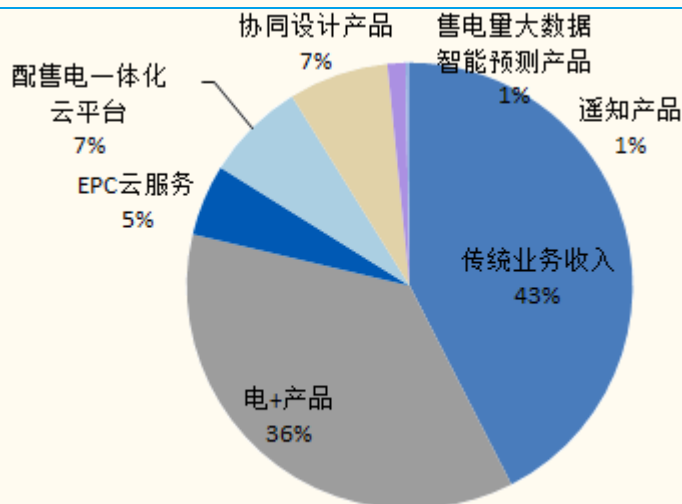
公司电网一体化产品和服务均根基与公司三大核心技术平台。业务公司通过自主开发的资源管理平台（FRP）、图形资源平台（GRP）及企业信息集成服务平台（EISP）三大核心技术平台，运用互联网和物联网技术，实现了智能电网规划设计、基建管理、运营维护和营销管理在内的全生命周期的一体化服务，并为电网系统各专业、各层级公司间信息交换建立管理平台，建立“横向集成”、“纵向贯通”的电网信息一体化提供完整的业务平台。

公司电网全生命周期牌照为公司在全国范围内开展一体化业务提供了坚实的技术和资质保障。公司是市场上为数不多的能够同时具备大型电网 GIS 建设和空间数据采集以及分析能力，同时业务能够覆盖全国范围的专业化公司。除此之外公司具有互联网地图服务甲级测绘资质、计算机信息系统集成企业叁级资质、工程勘察乙级资质、工程测绘乙级资质、工程设计电力行业（送电工程、变电工程）专业乙级资质，以上能力和资质为公司在全国范围内向客户提供一体化、全方位的服务打下了坚实的数据和资质基础。

此外公司逐渐转型互联网服务提供商，开创了面向电力行业的云服务平台，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。同时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，为售电公司提供全方位一体化的服务。从今年上半年的营业收入状况来看，“电+”平台引流到传统软件以及平台相关产品的收入达到了 1 亿元，逐渐赶超线下传统业务收入，占到了总收入的 36%，发展势头迅猛，EPC 云服务相关收入也达到了 2500 万元。此外配售电一体化云平台收入超过了 2000 万元，随着公司原有设计软件和收购的道亨时代输电网设计领域在云平台的大力布局，协同设计产品收入同样达到了 2000 万元。

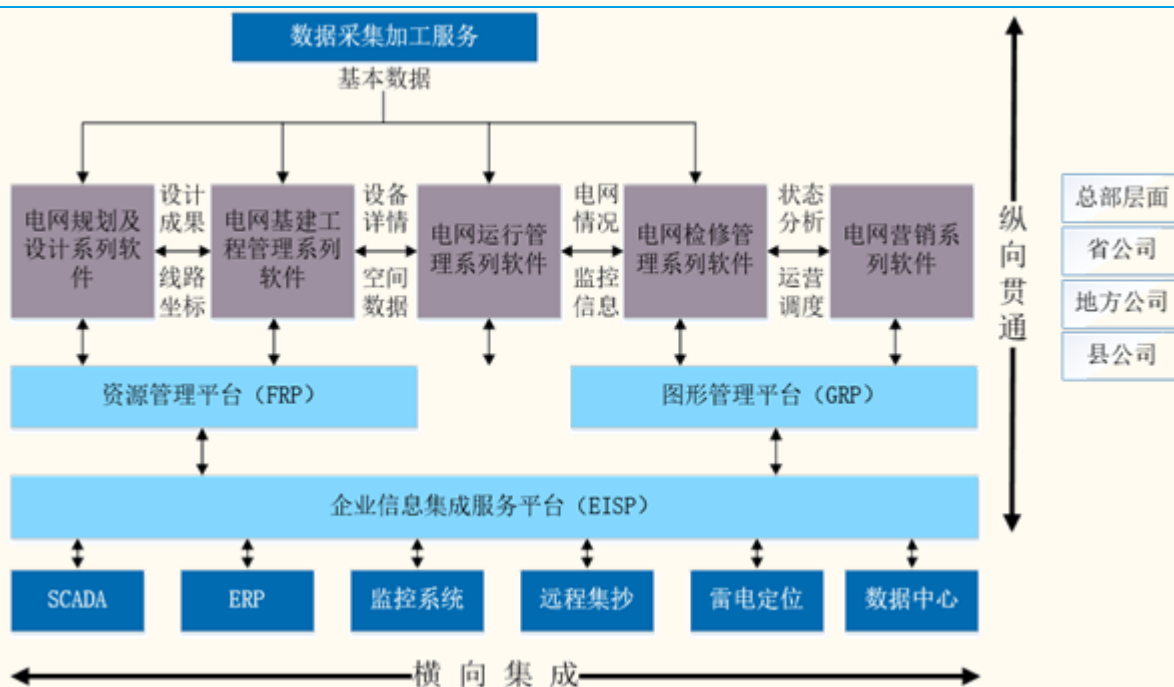
图表 2：2017 年上半年营业收入构成



来源：公司公开调研、国金证券研究所

传统业务收入主要包含软件服务、技术服务、软件销售、硬件销售在内的原有线下传统销售业务，“电+”产品收入则主要通过“电+”平台引流到线下的传统业务以及部分电+业务服务费收入。EPC 云服务主要包含 EPC 云服务平台服务费，配售电一体化云平台主要包含配售电一体化云平台以及纯售电软件收入，协同设计产品服务则主要整合了公司原有设计产品以及道亨软件云端协同设计收入。EPC 云服务、配售电一体化云平台、协同设计产品均包含在软件服务、技术服务、软件销售和硬件销售收入拆分中。

图表 3：恒华科技智能电网全生命周期一体化软件平台



来源：公司公告、国金证券研究所

收购道亨时代，加速互联网服务转型进程。2016年9月，公司从曲京武、刘平尚、隗刚收购价值1.3亿元的道亨时代49%股权的收购，至此道亨时代成为了公司全资子公司。道亨时代在国内输电线路设计应用软件领域具有较强的竞争优势，市场占有率领先，凭借着其自身的技术研发实力，实现了输电线路设计软件、杆塔设计以及放样软件等产品的覆盖。以输电线路三维选线平台、输电线路三维数字化设计平台以及输电线路成果管理平台为主的软件产品，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。

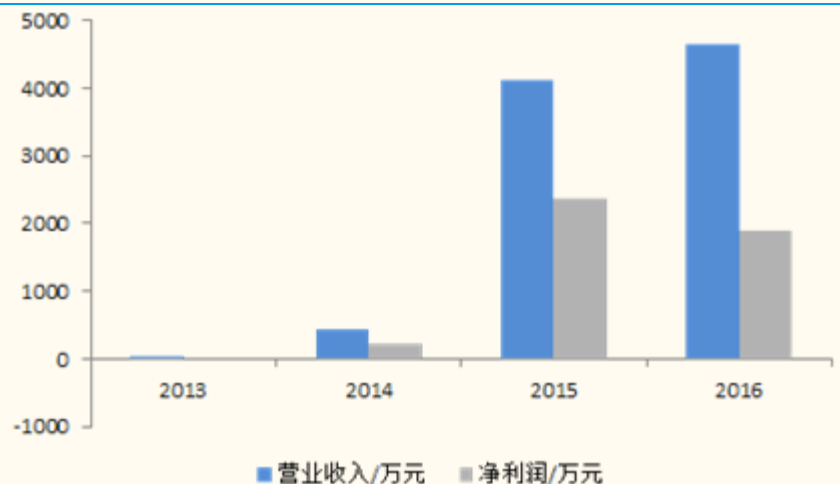
图表4：道亨时代主要产品

产品系列	主要产品
选址选线系列	CPS 数字化选线系统、输变电设计及工程管理服务器、输电线路野外踏勘系统等
线路电气系列	SLW3D 架空输电线路三维设计系统、交叉跨越三维设计程序、交叉换相三维设计程序等
杆塔结构系列	铁塔内力分析计算系统、杆塔荷载计算系统分、铁塔智能放样绘图系统、铁塔绘图程序等
杆塔基础系列	长短腿基础自动配置系统、铁塔基础设计系统、钢管杆基础设计系统、混凝土杆设计系统
杆塔放样系列	TwSolid 铁塔三维实体放样系统、钢管杆三维实体放样系统、铁塔角钢化下料程序等
配网设计系列	配网设计软件一杆一料版、配网设计软件自动选型版

来源：公司官网、国金证券研究所

公司有望借助此次收购实现相关资源的整合，利用道亨时代在输电线路设计软件开发的优势，提升输电网设计规划能力，大幅提升电网设计类产品的完整性，加速推进公司向互联网服务转型。自2013年成立以来，道亨科技收入增长迅速，2015实现了营业收入近十倍增长，超过4000万元，净利润达到2300万元的顶峰，业务发展迅速。2016年营业收入超过了4600万元，同比增长达到13%，但是由于行业竞争加剧等原因，净利润同比2015年下降到1900万元，但是考虑到道亨时代在国内输电线路设计领域较强的市场影响力和知名度，以及与上市公司业务协同效应的不断增强，我们判断道亨时代未来收入和净利润会实现10%左右的平稳增长。

图表5：道亨时代2013-2016年营业收入和净利润



来源：公司公告、国金证券研究所

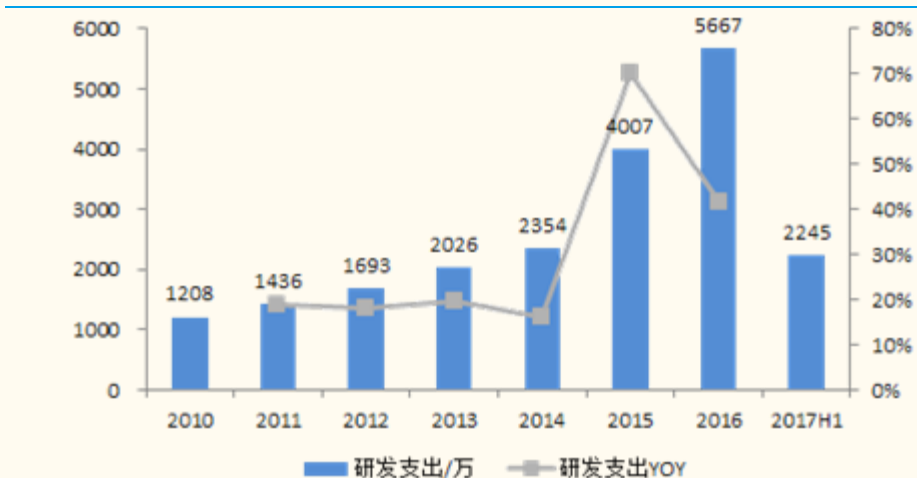
1.2 各方面核心竞争力突出，未来发展前景广阔

公司自2000年成立以来，通过不断地摸索和创新，逐步形成了以人才团队和产品技术为基础，技术研发和营销推广为优势，资质认证为保障的核心竞争力。

研发创新高效，技术平台逐渐成熟。雄厚的技术实力为公司不断带来巨大的优势和利润，公司设立单独的研究中心，并拥有一支相当数量、稳定的设计研发人员队伍，并重视研发资金的投入，近年研发投入占营业收入始终保持在10%以上，其中2015年研发投入增速高达70.22%，超过4000万元，今年上半年

半年，公司累计研发投入达到 2245 万元，同比增长达到 12%。同时公司具备了自主知识产权的资源管理平台（FRP）、图形资源平台（GRP）及企业信息集成服务平台（EISP），形成较为成熟完备的核心技术平台体系，为公司在智能电网领域的信息服务打下坚实技术基础。

图表 6：2010 年到 2017 年恒华科技研发投入情况



来源：公司公告、国金证券研究所

强大的基础数据服务能力作为公司三大平台的基础，同时是公司核心竞争力之一。在电网信息化领域，无论是上游的电网规划、勘察、测绘、设计，亦是中游的电网基建，还是下游的电网运维、检修都涉及到大量高精度的卫星测绘数据、水文气象资料、地形地貌、电网设备三维模型等 GIS 数据的能力，而强大的基础数据采集和加工是构建电网数据库最基础和重要的，公司董事长毕业于武汉测绘科技大学，非常重视公司基础数据的采集和处理能力的提升，公司具有互联网地图服务甲级测绘资质、工程勘察乙级资质、工程测绘乙级资质等全牌照资质并获得几十项计算机软件著作权和相关专利，除此之外获得中国地理信息产业协会、国家测绘地理信息局、北京市科学技术委员会、中国软件行业协会颁发的一系列奖项。近年来更是对采集 GIS 数据和读写 RFID 标签等新型移动数据采集系统有较高的特殊需求，作为 ipo 募投项目之一，公司近年在移动数据采集系统进行了大量的研发和资源投入，并联合了多家合作单位，显著提升了在移动数据采集的竞争力，目前公司的电网基建工程管理具备先进的移动终端现场验收、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等功能，很好地体现了移动物联网技术在电网建设、运营信息化领域的移动应用。

图表 7：强大的基础数据采集和加工能力是构建电网数据库最重要的保障



来源：公司公告、国金证券研究所

营销网络遍布，大客户资源优势明显。公司目前已经建立起了以北京为中心的华北区，以四川、云南为中心的西南区，以上海为中心的华东区等几大营销中心，在各营销中心当中设有分支机构及技术支持中心，实现了我国主要发达地区的全覆盖。除此之外公司投资成立了北京恒华龙信数据科技有限公司在内的多家子公司，逐步形成完善的营销体系。公司通过近年来的努力不断树立良好的口碑，赢得了包括国家电网、南方电网、中国能建、中国电建等重要客户的青睐，拥有优质的客户资源。

图表 8：恒华科技主要分支机构分布



来源：公司官网、国金证券研究所

公司稳定专业的管理团队和完善的培训体系保证了公司的可持续发展。公司的控股股东和实际控制人江春华、方文、罗新伟、陈显龙等四人核心团队自创业以来一直从事智能电网信息化工作，具有丰富的电网信息化项目经验，深刻领会了智能电网信息化建设的需求。四人组成的经营团队通过一致行动人协议对公司实施实际控制，稳定的管理团队同样为公司持续发展奠定了基础，通过完善的培训体系、丰富的培训课程来提高员工的职业技能和综合能力，同时不断引进与企业文化相契合的优秀人才，并建立起公平竞争的平台和激励机制。

智能电网建设已经进入了引领提升阶段。2009年5月国家电网第一次宣布了智能电网计划，明确提出我国智能电网建设可以分为三个阶段，并在2010年3月发布了《国家电网智能化规划总报告》，对三个阶段的智能电网规划和投资额做了具体描述：

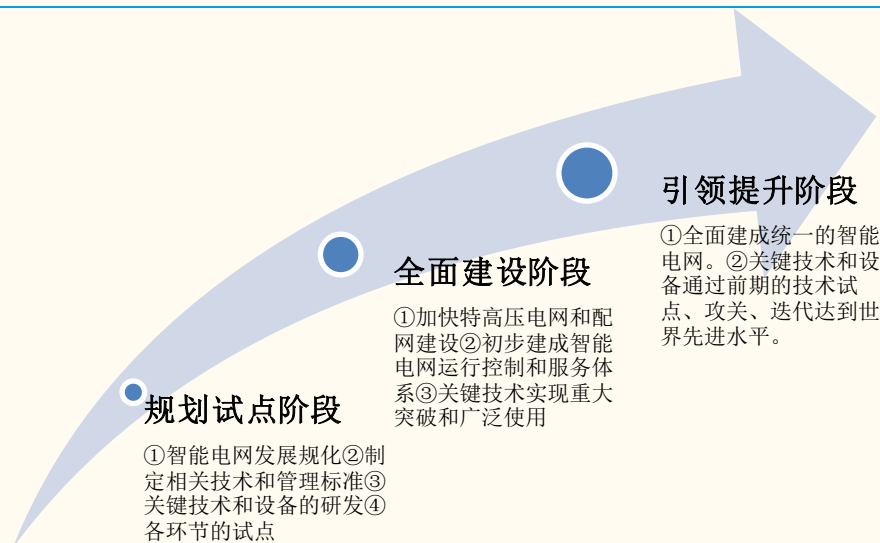
第一阶段：2009年到2010年，规划试点阶段，该阶段的重要任务是重点开展智能电网发展计划，制定相关技术和管理标准，开展关键技术和设备的技术研发，开展各环节的初步试点。

第二阶段：2011年到2015年，全面建设阶段，该阶段我国电网主要任务是加快特高压电网和城乡配电网建设，初步建成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛的试用。

第三阶段：2016年到2020年，为引领提升阶段，将全面建成统一的智能电网，关键技术和设备通过前期的技术试点、攻关、迭代达到世界先进水平。

我们认为当前第三阶段的智能化发展将在第二阶段广泛试用的基础体系之上，进行产品的大规模应用和技术研发的迭代，电网信息化、自动化、可通讯化投资将继续大幅增加。

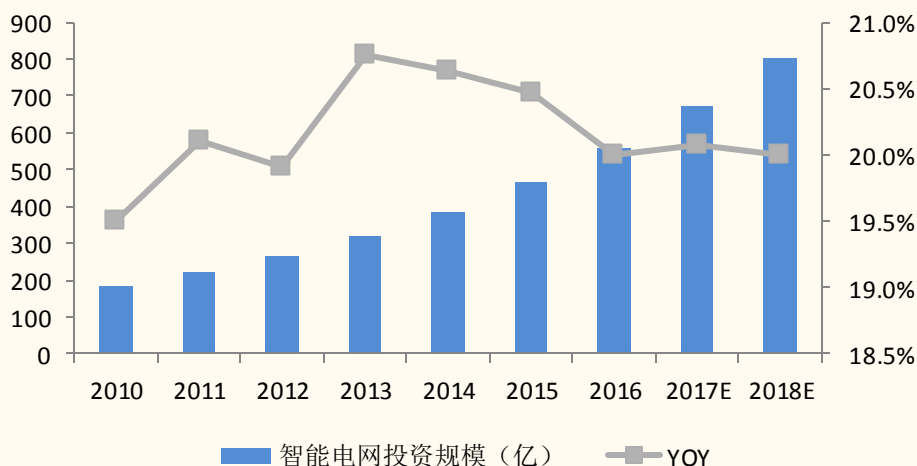
图表 9：智能电网建设的四个阶段



来源：国家电网、国金证券研究所

“十三五”期间智能化投资规模将会持续提升。《国家电网智能化规划总报告》指出智能电网第一阶段的电网总投资为 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%；第二阶段电网总投资预计为 15000 亿元，智能化投资为 1749 亿元，年均电网投资 350 亿元，占总投资的 11.7%；第三阶段电网总投资为 14000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，年均智能化投资 350 亿元，占总投资的 12.5%。我们预计未来几年电网投资总额将保持 6%-12% 的增长，随着智能化投资占总投资比例的不不断提升，智能化投资将会取得相对电网投资额更快的增长。中国产业信息网预测智能化投资在 2017-2018 年智能电网投资规模将维持 20% 左右的增长。

图表 10：2010-2018 年国家电网智能电网投资规模变化



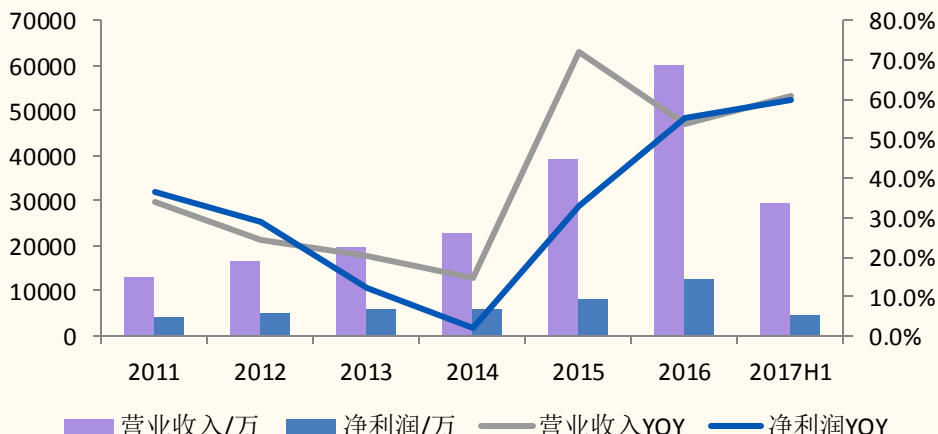
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

信息化是智能电网的基本特征之一，打造智能电网的过程实质上也是深化信息化建设的过程。未来，我们认为电力信息化投资将会伴随智能化投资持续增长，根据《2015-2020 年中国电力信息化市场深度评估及前景预测研究报告》，未来保持每年 20% 左右的持续增长态势。同时据权威机构 IDC 预测，未来电力行业信息化领域中软件产品与服务的比重将逐步上升，对应公司的信息化市场空间提升潜力巨大。

受益于近年来电网信息化投资的高景气，公司营收迎来爆发式增长。近年来随着电网信息化市场投资规模不断扩大，公司营收和利润迎来爆发式增长，去年营业收入和净利润分别为 6 亿元、1.3 亿元，同比增长达到 54%、55%，今年上半年，公司实现营业收入和净利润分别为 2.9 亿元、1.25 亿元，同比增

长达到 61%、60%。我们相信随着公司不断的拓展和转型，凭借其雄厚的实力以及市场中的地位，未来有望获得更大业绩。

图表 11：2011 年到 2017 年恒华科技收入及利润情况



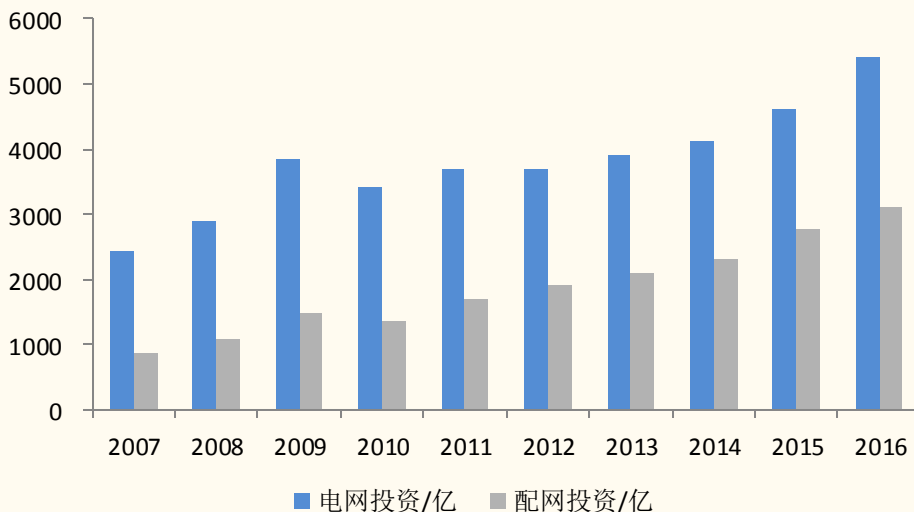
来源：公司公告、国金证券研究所

1.3 配网景气周期仍将持续，公司业绩持续增长可期

我国配网水平落后，配网建设迎发展关键期。过去很长一段时间我国配网投资规模较小，以电源投资和输电网投资为主。这一落后的状况集中反映在停电时间上，近年来我国平均停电时间达到 400 分钟，相比之下发达国家普遍低于 100 分钟，从国内城市来看，东部沿海发达地区停电时间普遍低于其他地区。近年来电网建设的重点将逐步转移到配电网的建设当中，根据《配电网建设改造行动计划》要求，2015 至 2020 年配网建设投资不少于 2 万亿元，2020 年供电可靠率达到 99.99%，大幅度改善全国供电可靠率水平。

“十三五”电网投资保持稳定增长，未来三年有极大可能兑现 2 万亿配网投资。2016 年电网投资规模达到历史高点 5426 亿元，同比增长达到 17.88%，在这一高基数下，2017 年 1-8 月份电网投资 3250 亿元，同比增长 7.9%，我们预计 2017-2020 年电网投资增速继续维持在 6-12%之间。据 2015 年发布的《配电网建设改造行动计划》和《关于加快配电网建设改造的指导意见》，我国将在 2015 年至 2020 年十三五期间完成配网投资 2 万亿，计划 2015 年超过 3000 亿元，2015 年实际配网投资为 2768 亿元，略低于预期。但考虑到电网投资逐步转向配网，预计未来三年配网投资增速或将略高于电网投资增速，据现有数据测算，2015-2020 年六年有极大可能兑现 2 万亿元的配网投资规模。

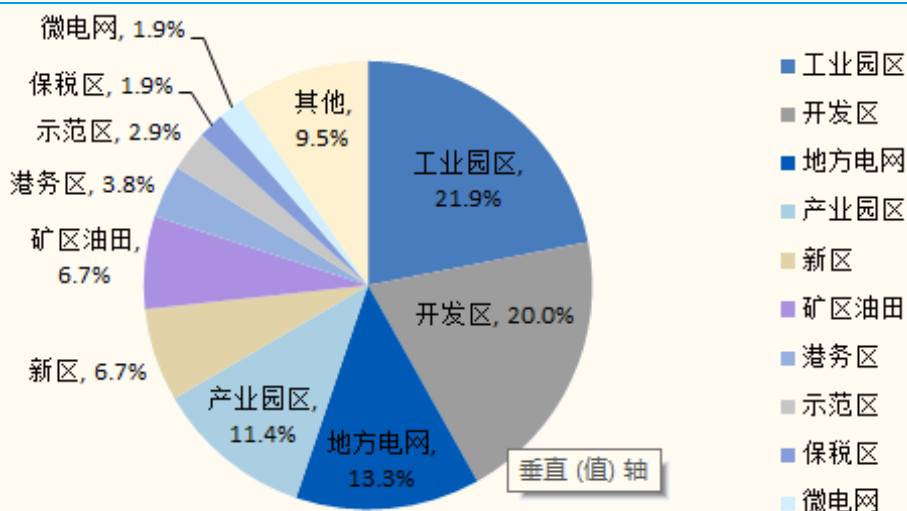
图表 12：2007 年到 2016 年电网投资和配网投资额



来源：国家能源局、中电联、国金证券研究所

2016 年能源局和发改委联合发布的《有序放开配电网业务管理办法》确定了包括延庆智能配电网在内的 105 个项目为第一批增量配电业务改革试点项目，从这些试点项目所在领域的分布来看，以狭义工业区（园区、开发区、产业园区）占据了半壁江山，可见工业区项目在我国的主导地位，预计未来工业园区项目依然是配电业务的重点领域。公司近年来先后签订了黔西兴义等多个配网 EPC 项目，将为公司带来巨大的利润，其中项目金额最大的黔西兴义的 EPC 项目内容是负责建设兴义市城市配电网。随着国家配网投资的不断增加，公司未来有望争取更多智能配电网 EPC 项目，同时作为公司的主要业务，配网全生命周期一体化服务带来的收入有望实现巨大提升。

图表 13：105 个增量配网试点项目所属领域



来源：《规范开展增量配电业务改革试点的通知》、国金证券研究所

近年来配网相关软件服务成为公司业绩持续增长的强大助推力。配网投资近年来快速增长，公司持续抓住该市场机遇，积极布局并大力拓展配网领域相关市场，包括配网设计咨询、配网软件销售、配电网改造 EPC 工程等业务。根据我们一直以来的公开调研情况了解，公司配网相关软件服务销售额增长迅速，为公司业绩高速增长最大的助力剂。我们判断未来配网景气周期仍将持续，公司配网相关的传统业务收入依然仍保持快速增长势头。

完善的服务资质和丰富的管理经验，配网建设 EPC 有望成业绩增长点。公司收购输电设计软件领域的领先企业道亨时代，大幅提升了高压输电网设计领域的竞争优势，从而加强了输配电网一体化建设服务的竞争力，有效延伸了广义 220kV 配网领域的设计资质和设计能力。公司凭借其在工程设计、送变电工程专业承包、工程咨询、工程勘察、测绘等领域的服务资质，以及专业的项目管理团队和多年来丰富的国内外项目管理经验，实现了专业化的电网建设工程总承包 EPC 服务能力，能为客户提供规划、设计、采购、施工、投运在内的全流程服务。随着我国电改的不断推进，未来民营资本参与配网建设将成为另外一种重要的配电网 PPP 模式，公司有望凭借强大的配网 EPC 能力，实现公司业务规模和盈利水平的增长。

图表 14：配网建设工程总承包服务



来源：公司官网、国金证券研究所

2、打造互联网云平台运营商，助力互联网电力生态圈转型

2.1 推出电网云平台，加速电力行业互联网转型

近年来，随着我国逐步推进智能电网的建设，国内对于电网信息化相关软件的需求也不断提升。公司于 2015 年正式发布的云服务平台是公司构建互联网电力生态圈的基础，基于云计算、互联网、大数据等技术，通过不断自主研发和升级配套硬件、软件等设施，构建了为电力行业量身打造的服务云平台。“电+”平台是整个云服务平台面向公众用户的门户系统，借助近年来颇为流行的 B2B、B2C 的理念，充分利用公司一系列行业资质优势，面向行业用户提供了包含售电产业、配网规划建设、配网运检、软件服务、物资采购等业务信息的服务云平台，打破区域的限制，通过云服务平台将有望实现信息的共享和交易。目前平台正处于推广以及进驻阶段，未来发展潜力将十分巨大。

云服务平台将主要用于电网规划、设计、采购、施工、投运在内的全过程的管理。除了电力行业，云服务平台还拓展了水利、交通等行业的应用。平台实现了信息共享及业务互动，打破了地域信息的壁垒，和技术人员的区域性壁垒，此外平台还实现相关从业人员的在线教育、职业鉴定等功能，从而形成公司的人才、信息池和平台用户群。公司顺应了“互联网+”的潮流和大数据的发展趋势，完成了单一的传统服务模式向云服务模式的转变。

2.2 “电+”平台开创独特的“天猫式”众包模式，助力电力行业透明化

众包云平台开创电力行业“天猫”模式，打破壁垒实现资源匹配。公司的“电+”云平台众包模式畅想很好地借鉴了天猫的商业思维，采用 B2B、B2C 相结合的商业模式，为电力行业的供求双方提供了获取相关业务信息的平台。面向设计企业或团队提供完整的咨询、采购、工作外委服务，同时与其他供应商合作为用户提供更完整的数据增值、设备采购、软件采购等服务；而面对个人用户，公司在运营过程中将部分工作分解后可委托给个人以众包的方式完成工作，为众多的个人用户实现了行业资源匹配，提高了工作效率的同时降低了成本。传统电网行业中的设计施工、设备采购、运维检修等环节，存在一定的地域壁垒，信息相对封闭，成本较高。平台基于公司在电网全生命周期软件服务的市场地位、多年在电网能源圈的客户积累以及引入的国内众多的供应商资源，打破地域壁垒，提高电力行业的透明度，有效提升了在招标采购过程的效率。

图表 15：“电+”平台页面



来源：公司官网、国金证券研究所

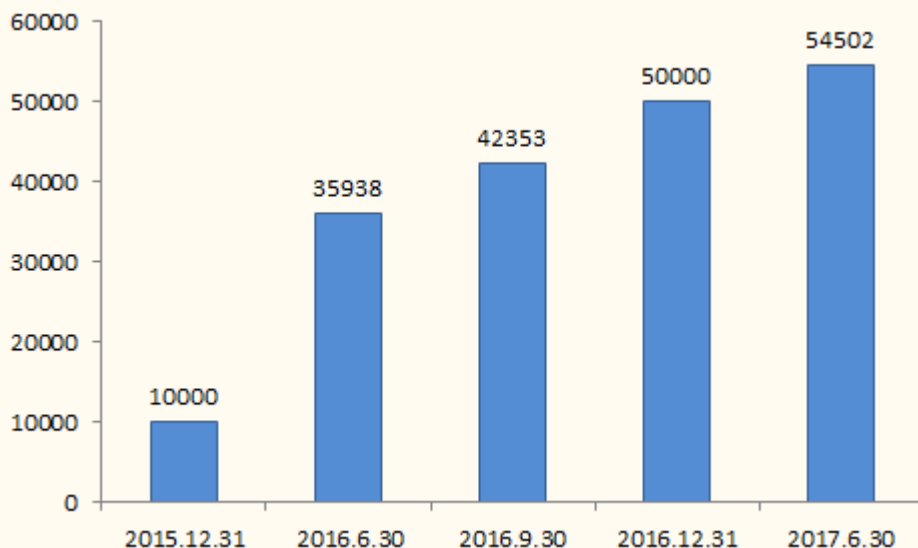
图表 16：软件众包服务流程示意图



来源：公司官网、国金证券研究所

用户数量稳中有升，“电+”平台未来或将成为稳定获利点。“电+”平台基于公司项目管理优势，未来希望通过收取发包项目管理费、平台服务年费以及获取收益，平台目标注册用户数为 5-10 万。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。2016 年底云服务平台的用户数则超过 50,000 个，其中个人用户约 49,000 个，单位用户约 1,000 个。互联网平台发展初期通常是增加用户数量，后期才更多地考虑商业价值的变现。因此当前公司的主要目标仍然在于不断提升用户数量，稳定现有注册用户黏度，为用户带来价值。未来，伴随着云平台用户数和项目数的不断增长，平台生态圈将日趋成熟，平台未来用户活跃度和项目发布数量将稳步攀升，我们预测 17-19 年通过“电+”平台引流的信息化业务收入和衍生出来的各类平台服务收入将分别给软件服务业务收入带来 30%、22%、20% 的增长。

图表 17：恒华云服务平台用户数变化



来源：公司公告、国金证券研究所

2.3 核心平台百花齐放，丰富互联网产业生态圈

除了“电+”平台之外，公司还积极布局极布局协同设计平台、遥知远程工作平台及在线教育平台，不断丰富互联网产业生态圈。

协同设计平台是一款面向电网设计人员的软件即服务（SaaS）产品，提供了丰富的设计工具软件和信息化管理服务，功能涵盖了项目管理、任务管理、工程管理以及协同设计，平台可满足多专业设计人员在线进行输电线路选线、可研、初设等工作的开展。平台基于云计算技术构建，省去了用户的安装、部署、维护、数据更新等各个方面的工作，极大地提高了电网设计人员的工作效率。

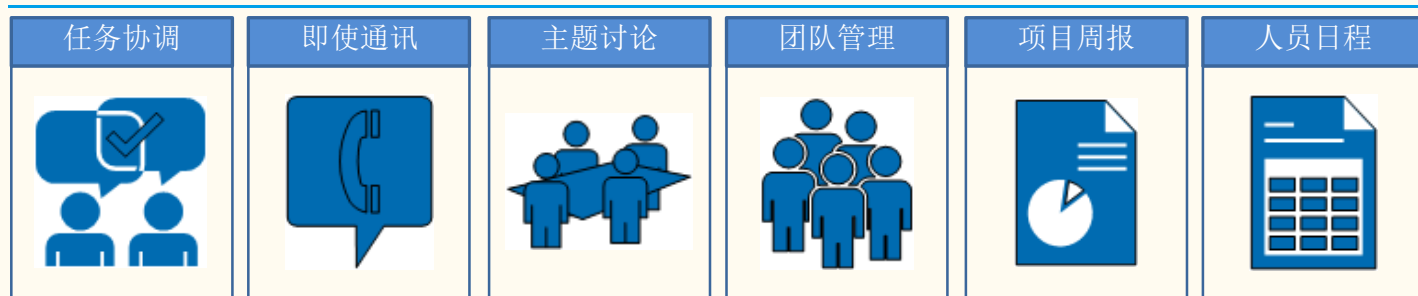
图表 18：协同设计平台主要功能



来源：公司官网、国金证券研究所

遥知平台是公司为小微企业开发的给予移动端的 ERP 云平台，运用移动互联网、云计算技术实现企业在线协同办公，主要模块包括移动办公、计划经营、人力资源、财务等，结合线上服务和移动技术优势，极大提升企业管理的便利性，引导小微企业和创业团队全面掌控经营数据、及时跟踪任务进度、实时响应业务流程。

图表 19：遥知平台主要功能



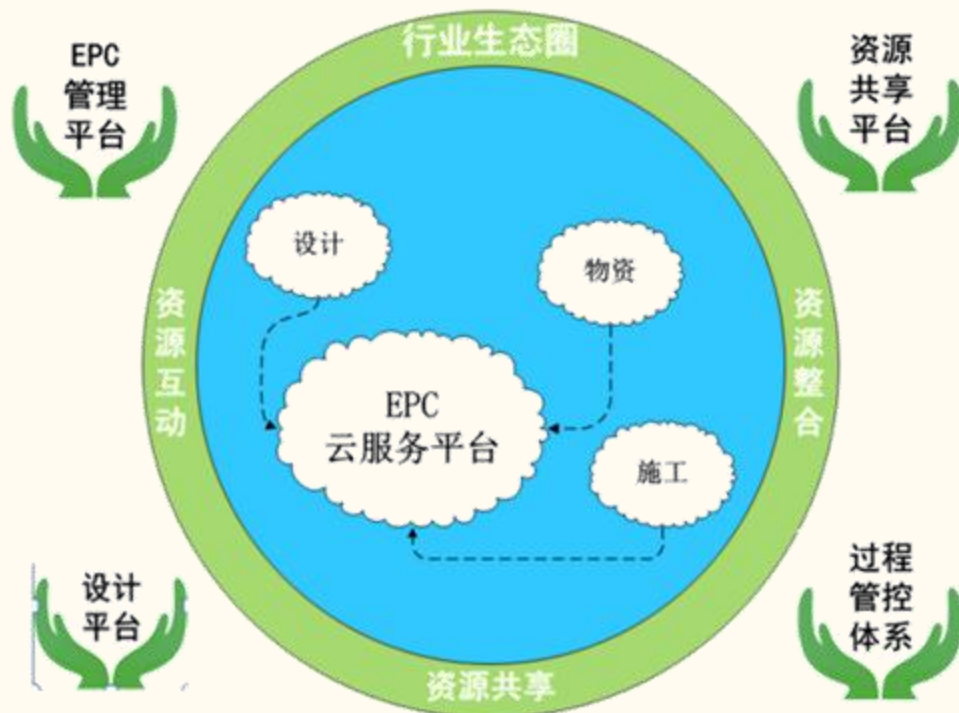
来源：公司官网、国金证券研究所

云平台各产品用户数和销售额较快增长。根据公开调研信息，截止上半年个人注册用户达到 2 万人，企业用户达到 214 家，月度活跃用户 4134 人，上半年收入 91 万。协同设计企业达到 304 家，上半年收入 2032 万。

2.4 EPC 管理云平台，提供基于互联网创新的 EPC 服务创新

EPC 项目对接云平台，实现项目信息化管理。公司基于“电+”商城及云服务平台，打造了开展工程总承包以及项目管理业务的互联网云服务平台。EPC 项目执行运用基于互联网思维创新研发的 EPC 管理云平台来管理整个 EPC 项目的执行，实现了与“电+”平台的对接，围绕设计、施工、物资等工程核心业务，利用“电+”平台实现行业内资源匹配，寻找设备采购、工程外委等合作伙伴，可有效的整合供应商资源，实现了资源匹配；除此之外，平台实现了对项目实施全过程数据，包括勘察设计数据、设备数据的管理和分析，对后期的资产运维提供数据支撑，为总承包项目参与方提供施工标准和过程管理指导服务，总结 EPC 管理过程中的薄弱环节，为企业经营提供辅助决策，从而实现公司服务客户的可持续性。公司 EPC 管理云平台通过有效的资源对接以及互联网思维的项目管理流程，大幅提升了 EPC 项目的资源匹配效率和执行效率。此外，公司也可通过“电+”平台的各类资源来更好地承接 EPC 业务。

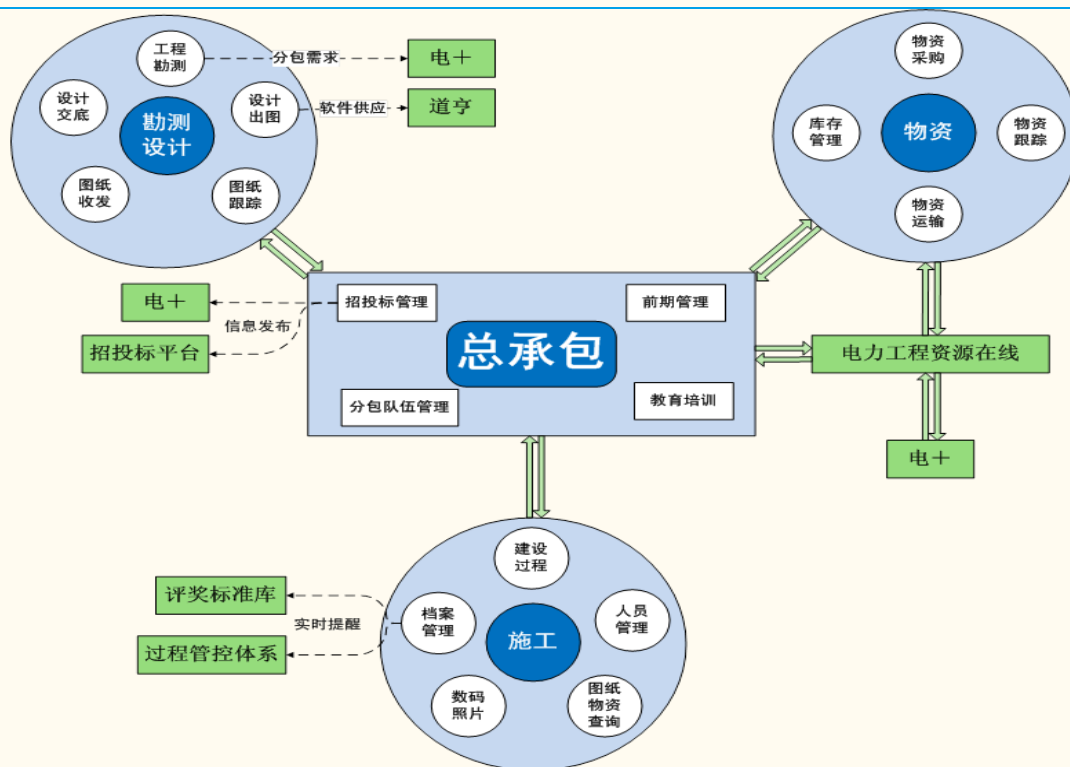
图表 20：EPC 管理云平台共享生态圈



来源：公司官网、国金证券研究所

EPC 管理平台打磨顺利。EPC 管理平台 1.0 版本已经在我公司 EPC 项目黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目(EPC)上试点运行，系统涵盖总承包工程的职能管理、总承包项目部管理、施工项目部管理三个层面，覆盖了工程管理诸如综合、进度、质量、安全、技术、造价和物资、设计等专业。

图表 21：EPC 服务创新示意图



来源：公司官网、国金证券研究所

兴义 EPC 项目大获成功，利润有望大幅增加。去年公司先后中标了黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目(EPC)以及山西地方电力有限公司安泽县配网自动化改造工程 EPC 总承包。兴义 EPC 项目通过云平台构建的供应链进行项目管理，具备明显的价格竞争优势、服务模式优势及响应速度优势，有望借此产生对云平台的引流作用，降低 EPC 工程的成本。项目投资规模为 55200 万元，其中建筑、安装工程及设备支出 47122.46 万元，勘察、设计及其他支出 8077.54 万元，预计该项目总收入为 48576.00 万元，按照 10%的净利率估算，净利润有望达 4800 万元。目前义庆设计、采购、施工 EPC 总承包项目进展顺利，已经根据项目进度确认了部分收入，未来电网运维同样有望通过云平台进行，随着兴义项目执行进度的深入，将持续助力公司收入和业绩的增加。此外，公司与河北宏创投资有限公司签署的库尔勒光伏并网发电工程 EPC 项目也在顺利进行当中，合同金额达到了 1.4 亿元。

图表 22：公司在手 EPC 项目情况

签订时间	EPC 项目名称	项目金额	合同主要内容
2016/8/29	《黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目设计、采购、施工 EPC 总承包合同	5.52 亿	建设改造 10kV 架空线路 62.97km, 10kV 电缆线路 333.28km, 10kV 箱式变压器 93 台, 配电容量合计 41025kVA, 环网柜 6 台, 分支箱 156 台, 高压柱上开关 43 组, 0.4kV 架空线路 166.7km, 0.4kV 电缆线路 24.21km。
2015/10/23	河北宏创库尔勒 20 兆瓦光伏并网发电工程 EPC 总承包合同	1.43 亿	20 兆瓦光伏并网 EPC 工程，在合同规定的时间内实现并网发电
2016 年	山西地方电力有限公司安泽县配网自动化改造工程 EPC 总承包	-	-

来源：国金证券研究所

3、电改政策落地速度加快，大力布局进军售电领域

3.1 电改政策落地速度加快，售电企业迎电改春风

“管住中间、放开两头”引领新一轮制度变革。2015 年 3 月，国家发布的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（即“9 号文”）开启了新一轮电改的大门，确定了“管住中间、放开两头”的基本思路，改变了传统的电力产业链发电厂负责发电，电网公司输配售一体化经营的模式。本次电改的变化在于，一是开放发电侧市场，以此吸引多元投资主体投资电源建设；二是开放购电侧市场，把购电的选择权交给购电人，鼓励和吸引电力用户进入电力交易市场，形成多元购电主体，同时要加强对输配电环节的监管。随后国家又陆续出台了一系列电力体制改革配套政策，涵盖需求侧管理、输配电价改革、电力市场建设、售电侧改革等多个维度。

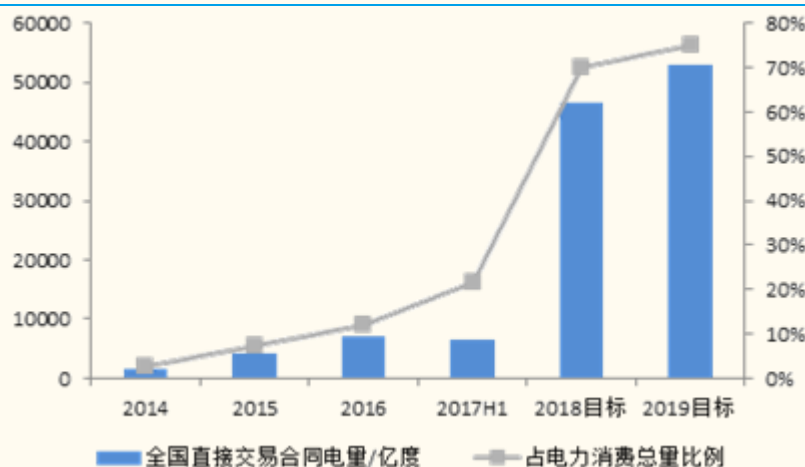
图表 23：新电改下的售电模式解读



来源：国金证券研究所

直接交易电量稳步攀升，市场化交易逐步实现。2016 年 3 月发布的《关于做好电力市场建设有关工作的通知（征求意见稿）》指出，未来要不断扩大直接交易电量规模，今年上半年，直接交易电量达到 6442 亿千瓦时，占电力消费总量的 21%，力争 2018 年实现工业用电量 100% 放开，2020 年实现商业用电量的全部放开。从 2014 年开始，全国电力直接交易量占电力消费总量比例稳步提升，2014 年至 2016 年分别为 2.7%、7.4% 以及 11.8%，直接交易电量基本实现每年翻倍，目标 2018 年直接交易合同电量规模达到 46700 亿度

图表 24：全国直接交易合同电量及占电力消费总量比例



来源：中电联、国家统计局、国金证券研究所

售电市场空间巨大，催生了一大批售电公司。2016 年 3 月，北京、广州两个国家级电力交易中心成立，后续新疆、青海、宁夏、天津、吉林等 20 多个省份也纷纷成立省级电力交易中心，各地交易中心纷纷成立，说明了我国电

力交易市场规模在过去和未来都保持一个较快增速，同时市场化电力交易规模的急剧提升也催生了一大批售电公司。公开资料显示，目前全国注册售电公司有 8000 多家，在电力交易中心公示的有 1000 多家，毫无疑问，这对于服务于售电公司的信息化厂商将会是一次难得的发展机遇。

电改政策落地速度加快，经济效益逐步显现。 国家电网公司 5 月 30 日发布的数据显示，该公司组建北京电力交易中心和 27 家省级电力交易中心，2016 年以来完成市场化交易电量 10129 亿千瓦时，减少用户电费支出 373 亿元，市场化交易电量占到全社会用电量的 19%。预计 2017 年这一数字将达到 30% 以上。另外在我国电力体制改革中处于至关重要的地位输配电价改革也开始提速，不到三年的时间，我国已全面完成省级电网输配电价改革，23 个省市输配电价改革核定情况已经完整出炉。现货交易作为现代电力市场交易的标志和核心，向来有发现电力价格的功能，能很好地还原电力的商品属性，是本次电改的最终目标。江苏和广东分别为国网和南网电改最受关注的两个省，当前江苏电力市场建设方案出炉，2017 年-2019 年开展日前交易和日内交易辅助交易的模拟试运行。2020 年开展日前交易和日内实时平衡交易，而广东省更早已经确定在 2019 年进行现货交易。今年 9 月发改委发布《关于开展电力现货市场建设试点工作的通知》，选择南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等 8 个地区作为第一批试点，加快组织推动电力现货市场建设工作。

图表 25：电改关键节点推进情况

售电公司数量	新一轮电力体制改革推进至今，我国注册的售电公司已经达到8000家以上。仅仅是在广东省，获得广东经信委公示的售电公司已经从最初的13家增长到现在的300多家。
市场化交易	- 国家能源局、发改委联合推出《关于有序放开发用电计划的通知》，体现了国家正在加快推进电力市场化交易，也标志着电改特别是购售电市场化交易进入深水区。 - 国家电网公司5月30日发布的数据显示，该公司组建北京电力交易中心和27家省级电力交易中心，2016年以来完成市场化交易电量10129亿千瓦时，减少用户电费支出373亿元，市场化交易电量占到全社会用电量的19%。预计2017年这一数字将达到30%以上
输配电价	2016年通过输配电价改革节省企业支出68亿。《国家发展改革委关于全面推进输配电价改革试点有关事项的通知》在目前已经开展的省级电网输配电价改革试点基础上，进一步提速输配电价改革试点工作，2017年在华东、华中、东北、西北等区域电网开展改革试点工作。截止目前已经23个省市最终完成输配电价的核定工作。
现货交易	- 江苏电力市场建设方案出炉，2017年-2019年开展日前交易和日内交易辅助交易的模拟试运行。2020年开展日前交易和日内实时平衡交易。 - 广东省于2019年进行现货交易。 - 选择南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等8个地区作为第一批试点，加快组织推动电力现货市场建设工作。

来源：发改委、能源局、国金证券研究所

3.2 抓住市场机遇，售电信息化产品有望迎来业绩爆发期

打造售电全方位一体化服务能力，直击行业痛点。 公司将原电网资产全生命周期信息化业务与当前售电服务二者相辅相成，基于自身多年积淀的行业经验与传统的信息化业务基础，运用云平台提供售电一体化服务，充分把握售电侧改革带来巨大的市场空间。通过云平台为售电行业新进入主体提供涵盖了售电一体化平台、售电公司成立规划、协同设计、配电网规划建设、配电网运营管理、后续增值服务等一站式的信息化解决方案，充分满足售电领域的市场需求。其中售电运营一体化平台是最受关注的部分，根据最新政策文件、电改试点单位兴义电力业务需求，公司着力打造了售电运营一体化平台，平台可以根据售电公司业务需求进行灵活的模块化功能配置，整体涵盖售电公司购电、供电、售电、采集、客户服务和增值服务等业务等功能，客户最终根据开通模块功能的数量进行收费。另外根据客户要求公司售电软件可以大致分为 3 类：1) 公司提供本地化的售电系统软件；2) 通过云平台直接向售电公司提供售电云服务应用，客户则不需要建设本地化系统；3) 根据客户的需求，为客户布局私有云平台，满足客户隐私需求。

图表 26：公司售电全方位一条化服务示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：售电云平台信息化产品服务和平台架构



来源：公司官网、国金证券研究所

兴义配售一体化软件平台成果显著，配售一体化软件以其高单价将有效提升了售电软件业绩。兴义售电运营一体化平台是公司兴义电力公司部署的全国第一个大型配售一体化软件平台，目前已在兴义电力一期完成试点，并顺利通过验收，正在进行二期研发。

售电信息化软件迎来突破，良好的潜在客户进度有望持续提升业绩。根据实地公开调研信息，2017 年上半年公司纯售电和配售电一体化云平台，实现营收 2032 万，注册企业达到 16 家，覆盖省份 7 个省，潜在客户 730 余家，售电量大数据智能预测系统同时实现 350 万。

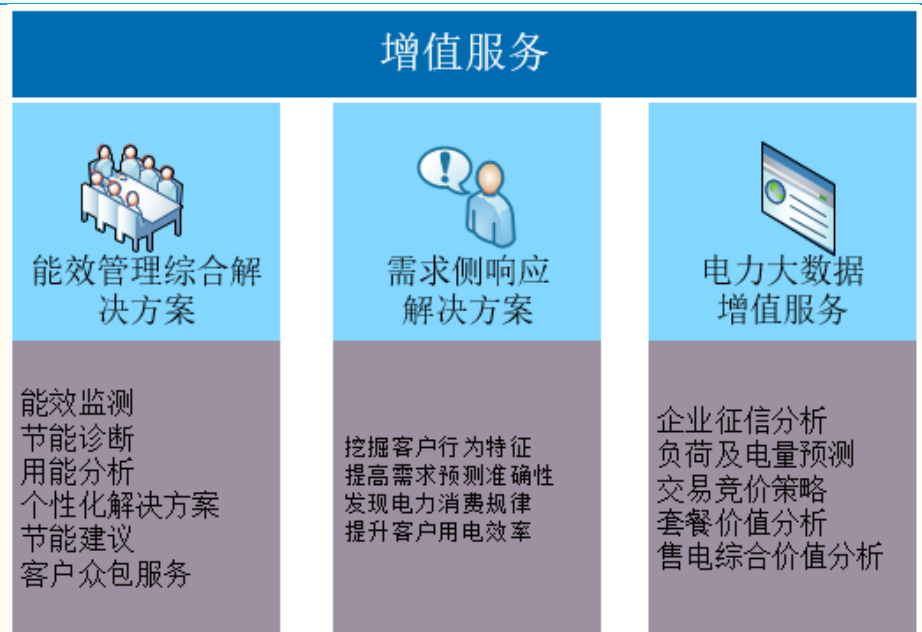
3.3 “互联网+”智慧能源大势所趋，售电增值服务将成下一战场

电力信息化建设加速推动，“互联网+”智慧能源引领能源互联。国家发布的《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》指出，要在 2016-2018 年着力推进能源互联网试点示范工作，初步建立能源互联网市场机制和市场体系。“互联网+”智慧能源是将互联网与能源生产、传输、存储、消费以及能源市场深度融合的能源产业发展新形态，对提高可再生能源比重，促进化石能源清洁高效利用，提升能源综合效率，推动能源市场开放和产业升级，形成新的经济增长点，提升能源国际合作水平具有重要意义。近日国家能源局和发改委已经出炉第一批能源互联网 55 个项目，投资额近 800 亿。除了传统电力能源领域外，公司还可为客户提供风电、太阳能、分布式能源、生物质发电等建设项目总承包及项目管理服务，随着“互联网+”智慧能源的发展，公司增值服务将会在新旧能源切换的大背景下有所建树。

电改进入改革深水区，拥有用户用电数据和大数据处理能力的公司将赢得用电增值服务市场。2015 年发布的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》标志着我国售电市场开放，各地电力交易中心逐渐成立，供电模式并将向定制化、市场化方向发展。对于大部分售电公司而言，提供稳定的电力来源以及优惠的电力价格是其业务之本，而增值服务却是售电公司之间业务能力区分度的集中体现，能否提供额外的、优质的电力增值服务成为一项有力的竞争因素。售电企业可通过获取客户用电一手数据，结合大数据技术对用户习惯进行分析，辅助开发产品，为用户提供节能、故障检测等系列增值服务，增值服务的设计和提供需建立在其用电信息数据基础之上，故拥有大量用户用电数据的用电信息采集领域公司将拥有数据端的绝对竞争优势和广阔的前景，由此催生了一个巨大的售电增值服务市场。

公司积极布局增值服务，挖掘市场利润空间。1) 公司推出了自主研发的节能监控管理一体化平台，精确采集用能单位的各项能耗数据，同时通过室内相关指标检测分析能耗关系，利用互联网、大数据以及节能相关技术和专业的分析模型，为用户提供全面的能效监测、节能诊断、用能分析，提供个性化的节能方案和建议。2) 同时公司提供需求侧响应解决方案，根据发电侧市场及调度的需求侧响应信号，结合电网动态供需平衡预测结果，制定针对用户的价格或激励响应方案，引导用户需求适应电网动态平衡需要。3) 此外，公司的售电一体化平台除了基础的售电功能外，还能在电力大数据增值服务方面为售电公司提供企业征信分析、负荷及电量预测、交易竞价策略、套餐价值分析、售电公司综合价值分析等大数据分析。

图表 28：恒华科技用户增值服务



来源：公司官网、国金证券研究所

与第三方合作夯实基础数据优势地位。此外，公司先后携手厦门亿力吉奥

获取现状电网的 GIS 数据、国家测绘地理信息局职业技能鉴定中心、参股珠海政采，建立唐山数据中心以及贵州云计算数据中心，以基于数据的增值服务作为核心战略储备，和第三方合作夯实基础数据。鉴于目前大多数售电公司受限于技术瓶颈，需要第三方提供技术支撑，公司未来市场空间将相当巨大。根据 GTM Research 的数据分析，近年来全世界电力大数据管理系统市场规模呈持续稳定增长，且以美国和欧洲为主要增长动力，目前我国相关领域发展相对滞后，根据预测电力到 2020 年市场将达到 38 亿美元的规模，以我国为主的发展中国家市场规模扩大将成为增长的新动力，未来我国电力大数据的采集、管理、分析与服务行业将迎来前所未有的发展机遇。

图表 29：多渠道夯实大数据服务能力

大数据获取渠道	合作内容
牵手亿力吉奥	共同开发“电力信息社区项目建设及运营维护工作，为用户提供资讯交流、云服务、云数据及行业标准等服务。
牵手国家测绘地理信息局职业技能鉴定中心	建设测绘地理信息在线教育平台，通过平台获取测绘人员信息，建立全国测绘人员社交圈，实现测绘数据的共享
建立唐山数据中心	数据中心将提供网络资源、计算资源、安全资源等云计算基础设施，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的配套软硬件环境，提升公司信息化产品及服务的运营能力。
建立贵州云计算数据中心	集云计算基础设施、运维中心于一体的互联网数据服务中心，管理和优化恒华云服务平台的 IT 基础架构，实现信息系统高水平的可管理性、可用性、可靠性、可扩展性，保障业务的顺畅运行和服务的及时提供。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：全球电力大数据管理系统市场规模



来源：GTM Research、国金证券研究所

3.4 战略投资配售一体化公司，未来有望持续贡献增量业绩

战略投资配售电一体化公司，直接享受电改红利。为了抓住新一轮电力体制改革、售电侧市场放开的良好机遇，公司先后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，充分整合各投资方的资源、技术、市场等多方优势，合作投资设立配售电公司。公司先后在贵阳、中山、咸阳、长沙四地国家高新区对外投资参股设立了贵阳高科大数据配售电有限公司、中山翠亨能源有限公司、咸阳经发能源有限公司以及长沙振望配售电有限公司，持股比例分别为 20%、20%、25%和 25%。投资公司作为配售电公司的股东，将凭借行业内多年积累的技术、人才积累，以及公司研发的售电一体化解决方案，开拓配售电业务，培育公司新的利润增长点。

增量配网政策下，配售一体化公司较纯售电公司优势明显。在售电企业数量大规模增长的背景下，根据国家发布的《有序放开配电网业务管理办法》，除电网企业存量资产外，开展配电网业务的项目业主，符合售电公司准入条件的，可开展售电业务，配售电一体化得到了国家的明文支持。配售电一体化公

司可凭借自身的配网资源，更直接地面对电能使用者，借助于配电管道在地区内实行垄断经营模式，容易对其它售电商建立一定的壁垒优势，配售电一体化运营商未来表现值得期待。

中山翠亨能源有限公司投资回报潜力巨大。公司参股的几家配售电公司里，中山翠亨能源有限公司已开始售电业务，数据显示中山火炬开发区（含翠亨新区）2015 年工业用电超过了 20 亿千瓦时，区内拥有丰富的用户资源和配网资产，随着园区建设的不断深入发展，未来预计年用电量为 100 亿度电，按照售电服务每度电 2 分钱毛利估算，翠亨新区每年售电业务规模有望达到 2 亿元。

公司配售一体化模式投资回报丰厚。未来翠亨新区将不断扩容，增量配网建设需求随之而来，配售一体化将提升单一的售电业务投资回报。我们通过一个总计投资 3.6 亿人民币、年用电量 8 亿度电的示范配电项目来计算配售一体化投资回报率。投资建设周期 1 年，从第 2 年开始产生经营现金流，运营期 30 年，配电网建成后，收入来源之一为收取输配电价，按照 0.081 元/度计，收入来源之二为和客户分享购电价差，按照 0.02 元/度计。年均运营成本 2000 万，如果所有资金都为自有资金，其 IRR 为 14.2%，如果像光伏一样加上杠杆，即从银行贷款，采用等额本息还款。贷款比率分别为 20%、50%、70%，对应自有投资资金 2.88 亿、1.8 亿人民币和 1.08 亿。对应的 IRR 分别为 15.2%、18.06%、21.91%。由此可见，投资配售电一体化项目，特别是加上一定的杠杆，其 IRR 在 14%-22% 之间，相对于时下热门的园林、建筑类 PPP 投资 8%-10% 左右的投资回报率来说，还是具有明显优势的。

图表 31：配售一体化投资回报分析

计算项目（亿）	全部自有资金	80%自有资金	50%自有资金	30%自有资金
项目输配电价收入	19.44	19.44	19.44	19.44
项目售电电价收入	4.8	4.8	4.8	4.8
项目运营成本	3	3	3	3
折旧	3.6	3.6	3.6	3.6
银行等额本息和自有资金	0	1.094	2.734	3.828
净现金流	3.6	2.88	1.8	1.08
IRR（内部报酬率）	14.04	13.67	13.11	12.73
	14.2%	15.2%	18.06%	21.91%

来源：国金证券研究所

图表 32：示范配电项目建设关键性假设

计算项目	计算逻辑	数值
项目总计投资（亿）	建设配网所需要的电力设备和基建投资	3.6
变压器容量(MVA)	2 台*100MVA 变压器	200
变压器平均利用率	工业使用考虑经济型和使用效率，50%-60%最佳，考虑取中间值	55%
变压器平均使用容量(MVA)	变压器使用容量=变压器容量*变压器利用率	110
年平均工作小时(h)	暂时认为变压器日均平均工作时间为 20 个小时，一年按照 365 日记	7300
年用电量（亿 kwh）	年用电量=变压器平均使用容量*年平均工作小时	≈8
年均运营成本	包含设备更换费用、保养费用、运维费用以及人工费用、管理费用、财务费用	0.1
折旧年限	各类变配电设备以及线缆的平均折旧年限为 25-35 年，项目整体按照 30 年考虑	30
年均折旧成本（亿）	按照项目总投资/折旧年限	0.12
贷款利息	社会工商业企业平均贷款利率在 10% 左右，本项目采用 PPP 模式，融资成本在 6%	6%
贷款年限（年）	按照工业企业贷款年限普遍通行的 15 年计算	15
输配电价（元）	10kv 受端输配电价减去 220kv 入端输配电价	0.081
投资建设周期（年）	总工程建设周期 2 年，第三年开始产生经营现金流	2
运营年限（年）	综合考虑设备的使用效率和项目总体回报周期	30

来源：国金证券研究所

4、放眼中长期发展，收购与合作并存

4.1 海外业务初见成效，产业投资丰富外延资源

拓展海外市场，紧抓“一带一路”机遇。放眼海外，根据国际权威能源类咨询机构 IEA 预测，未来十年全球电力投资总金额高达 7.2 万亿美元，其中“一带一路”沿线国家迎来万亿美金的投资规模。我国电工服务企业如果能在全球电力投资浪潮中占据一席之地，将有效地打开国内业绩瓶颈，取得业绩的快速稳定增长。公司能否持续有效对外输出，更好地扩展国际业务将成为未来业绩增长的重要因素。

根据公司国际化战略，公司投资 100 万美元在香港投资设立全资子公司——能源互联有限公司，作为对外发展的首个主要窗口，旨在推动公司产品与服务进入海外市场，进行海外项目合作、能源互联网建设与技术看务。未来香港子公司有望作为公司进军海外市场的起点，大幅实现海外市场销售收入规模化增长。此外公司中标卢旺达能源公共事业有限公司（EUCL）的《卢旺达能源公共事业有限公司（EUCL）招募 GIS 公司执行国家电力几何网络建模合同》，总价值超过 78 万美元，可见公司海外业务拓展初见成效。

图表 33：“一带一路”示意图



来源：国金证券研究所

设立产业基金，分享投资并购回报。为了借助专业投资机构提升公司的投资能力，提高公司自有资金的使用效率，公司拟以自有资金 2000 万元作为有限合伙人与北京中能互联电力投资管理有限公司、北京合纵科技股份有限公司、朱诚先生共同发起设立北京中能互联电力投资中心，将主要围绕配售电及能源相关领域进行投资。公司旨在把握电力体制改革、配售电侧市场放开的机遇，促进电力产业资本和金融资本的融合。产业投资基金可作为公司投资配售电及能源相关产业的平台，通过收购或参股电力行业内具备良好成长性的企业，获得外延式发展所需的丰富项目资源，同时专业投资机构管理运作为公司有效地产业整合提供支持，公司有望分享快速发展的投资并购市场回报。

图表 34：产业投资基金资金结构情况

出资人类别	资金来源	认缴总金额（万元）
普通合伙人	北京中能互联电力投资管理有限公司	200
有限合伙人	北京恒华伟业科技股份有限公司	2000
	北京合纵科技股份有限公司	2000
	朱诚	500
	社会投资者	不超过 15300
合计		不超过 20000

来源：公司公告、国金证券研究所

4.2 提升产业链服务能力，丰富平台化产业布局

近年来公司加快完善主营业务布局和提升服务能力的对外投资。公司先后对外投资设立了面向政府招投标采购领域的珠海政采软件技术有限公司，面向电力行业提供大数据分析服务的控股子公司北京恒华龙信数据科技有限公司，面向电力新能源领域的全资孙公司上海广淦新能源有限公司，以及面向配售电公司提供电力客户服务和培训的控股子公司贵州恒华电力客户服务有限公司、南电弘毅电力技术服务有限公司，通过云服务平台汇聚产业链上下游服务，完成业务布局，构建多方共赢的电力行业互联网生态圈的战略目标，完善了服务能力，未来业务质量或将有大幅提升。

1) 携手珠海政采，提升政府采购电子化领域服务能力。公司使用自有资金 1800 万元向珠海政采软件技术有限公司进行增资，增资后公司将持有珠海政采 10.432% 的股权。珠海政采是专业提供采购信息化解决方案的电子化采购平台运营的互联网企业，主要从事电子化采购系统软件的开发、集成、咨询与平台运营服务，在政府采购电子化领域居于领先地位。目前我国设计、可研等市场竞争激烈，招标信息的获取十分重要，公司携手珠海政采旨在加强采购领域电子化特别是政府采购电子化领域能力，进一步拓展和深化公司专业化服务能力和水平。

2) 合作龙信数据，进一步提升大数据服务。公司与龙信数据共同出资设立“北京恒华龙信数据科技有限公司”，利用其大数据挖掘分析的优势，在能源互联网、大数据及电力体制改革的大背景下，积极拓展公司业务范围、开拓售电侧市场。同时依托双方积累的行业数据，对用户数据进行大数据分析，为售电公司及终端用户提供数据增值服务解决方案，进一步丰富恒华云服务平台的产品体系。

3) 对外投资设立两个位于贵州的控股子公司，完善售电领域服务能力。2016 年 12 月 9 日董事会审议通过了两个公司对外设立子公司的决议：

公司出资 800 万元与兴义启明星共同出资设立贵州恒华电力客户服务有限公司，随着售电公司数量的猛增，不少售电公司的运营中缺少专业的客户服务。公司旨在为售电公司用户提供专业的咨询服务，以满足售电公司运营过程中存在的用户咨询响应及处理等需求，提高公司在售电领域综合服务能力。

公司出资 800 万元与中电纵横共同出资设立贵州南电弘毅电力技术服务有限公司。目前我国售电公司的投资和运营管理主体多元化，且缺少专业的售电公司运行管理经验，贵州南电弘毅电力技术服务有限公司可以为售电公司管理及工作人员提供专业的售电业务培训服务，以满足售电公司运营过程中的管理及技术培训需求。贵州南电弘毅公司会和各地的协会开展售电培训班，并邀请全国售电公司相关管理层参加培训，相比于原有传统的线下拜访销售模式，公司通过现场的案例式培训可以接触到大量的直接公司，获取的用户的效果往往更好。

积极布局智能交通、新能源、节能环保和水利水电，丰富业务领域。新兴产业业务拓展行之有效，未来有望成为业务增长的新动能。

1) 积极布局公司以国家“大交通”为契机，为用户提供智能交通信息化和智能水利解决方案。公司依托多年的服务技术能力和项目经验，积极拓展路桥、收费市场业务和超载超限市场、高速公路信息化管理等领域，同时，依托国内交通行业的客户积累积极拓展国际交通信息化业务。此外，公司还致力于水利行业信息化和系统集成的研发、创新，以国家“水利信息建设”为契机，涉及山洪灾害调查评价、山洪灾害监测预警、大坝桥梁监测、无人机防汛应急指挥调度、城市防洪排涝调查与设计、流域性河道查勘及区域性现场查勘，跨江线路勘察与设计、河长制管理、水质监测等细分领域。公司的节能监控管理一体化平台，通过采集用能单位的各项能耗数据以及室内相关指标检测分析能耗关系，有效减少能耗，实现节能环保。

图表 35：恒华科技智能交通领域项目案例

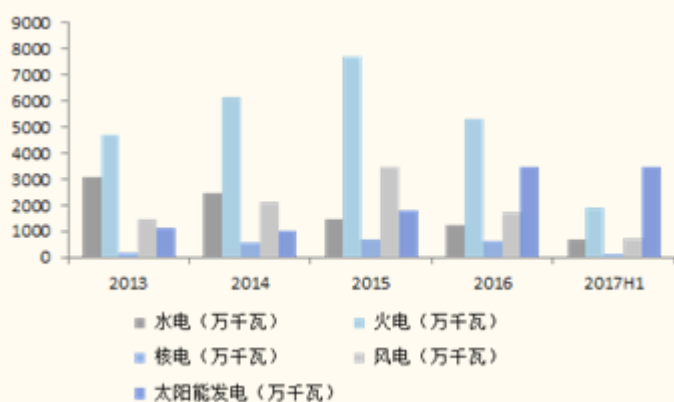
合作客户	项目名称
北京路桥养护集团	琉璃河动态称重及车牌识别系统 HI-TRAC90 治超联网信息管理平台
宁夏交通厅公路管理局	治超联网信息管理平台
宁夏公路管理局银川分局	S102 三关口、S12 宁东基于云服务超载限管理系统
江苏华通检测公司	新沭河桥梁健康检测称重子系统及视频监控系统
江苏省交通规划设计院	烈士河桥梁健康检测称重子系统及视频监控系统
江苏省交通规划设计院	淮安河桥梁健康检测称重子系统及视频监控系统
江苏省交通规划设计院	G2 永安河大桥健康检测系统动态称重子系统
重庆交通科研设计院	万州大桥动态称重及车牌识别 HI-TRAC100+系统
宁夏交通厅公路管理局	万州大桥动态称重及车牌识别 HI-WIM 系统
重庆交通科研设计院	贵州桥梁健康检测系统动态称重子系统
北方工业大学	道路交通应急管理平台
中国交通建设股份有限公司	基于北斗的人员监管及安全隐患排查系统

来源：公司公告、国金证券研究所

2) 拓展公司业务范围至新能源领域。2016 年 5 月 26 日公司使用自有资金 2000 万元投资设立上海广淦新能源有限公司，旨在抓住新能源产业发展及新一轮电力体制改革的市场机遇，基于云服务平台进一步拓展公司业务范围，开拓新能源领域市场，公司凭借齐备的电力行业相关服务资质、专业的团队和先进的管理理念，提供风电、太阳能、分布式能源、生物质发电等建设项目总承包、项目管理服务。

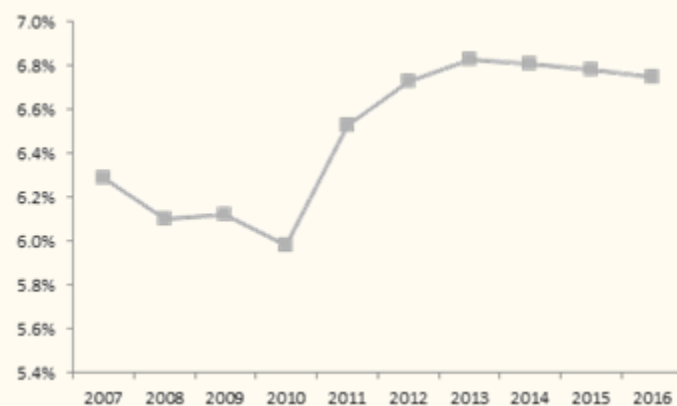
从近几年我国新增发电装机容量来看，新能源所占比率不断增加，2016 年全国可再生能源发电装机容量达到 5.7 亿千瓦，占我国全部电力装机的 34.6%，风电和太阳能发电装机量迎来快速发展，2016 年风电发电装机容量占全部发电装机容量超过 9%，太阳能发电装机容量同比去年增长超过 80%，达到 7742 万千瓦。国家能源局今年 7 月发布的《可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》指出，2017-2020 年计划风电累计新增装机规模 110.41GW，年平均 27.6GW，在国家政策的东风下，预计未来几年风电有望迎来再次增长，同时规划 2017-2020 年光伏电站将累计新增装机规模达到 86.5GW，年均均为 21.6GW，今年 1-7 月，光伏新增装机容量 34.92GW，甚至超过了 2016 年全年新增装机规模，预计 2017 年全年光伏新增装机将达到 45-50GW。随着光伏成本的不断下降以及政策春风的大力支持，十三五期间光伏发电将迎来可持续发展。考虑到未来新能源项目的建设有望持续增加，我们预计公司有望借此机遇，拓展新能源发电项目相关业务，提升新能源领域收入规模。

图表 36：2013-2017H1 我国各类发电机组新增装机容量



来源：中电联、国金证券研究所

图表 37：2007-2016 年国家电网线损率



来源：国家能源局、国金证券研究所

3) 抢占千亿综合节能服务，培育公司利润增长点
公司可为用户提供一体化的节能减排解决方案。公司借助在软件平台和大

数据分析的优势，逐步开展综合节能服务，为此公司推出了自主创新的节能监控一体化平台。平台可精准、连续、完整地采集水、电、油、气等各类能耗数据，并转化为日、周、月、年等步长数据。借助节能监控平台，以采集的能效数据为基础，平台可以实现如下一系列功能，通过多角度多形式的展示，方便用户一目了然的了解用能情况，制定合理有效的用能策略，最终实现节能减排目标。

图表 38：节能监控管理一体化平台



来源：公司官网、国金证券研究所

具备用电负荷预测和节能服务能力的售电公司将会最终脱颖而出。从我国目前全社会用电结构中来看，大用户耗电量约占 80%，在未来购售电全面开放的市场中，特别是用电偏差考核日趋严格并关系到售电公司利润空间时，与大用户对接的售电公司势必将提供符合工商业大用户实际需求的定制化电力增值服务，而能效管理服务的最终目的为提升用户的用电效率、降低能耗，所以能提供一体化节能等增值服务的信息化厂商将会脱颖而出。

节能市场空间巨大。根据相关电力监测服务数据预测，假设为专变用户提供的电力监测及运维托管服务均以年度收费 2 万/户及 3 万/户计算，全国预计约 300 万户专变用户均提供电力监测服务，同时对运维托管服务付费的用户约占总体的 20%，将实现分别约 600 亿、180 亿的年度市场。电力运维将有效保证电力设备稳定地运行，合理调配各项资源，提升工作效率，除此之外，近年电力监测数据指出我国用电设备损耗率依然居高不下，预估每年浪费的电量达到 12 亿度，节能服务将更好回应国家环保的号召，减少无谓能源的消耗。根据相关数据检测，以预计 5% 的用户进行节能设备节能改造，每户 80 万元的相关费用估算，节能服务市场将达到约 1,200 亿元，市场潜力巨大。

图表 39：全国电力监测运维及节能服务市场估计

项目	数量
监测服务收入	2 万元/户
运维托管收入	3 万元/户
节能服务收入	80 万元/户
全国专变用户预测	300 万户
运维服务用户转化率	20%
节能服务用户转化率	5%
监测服务市场容量	600 亿元/年
运维托管市场容量	180 亿元/年
节能服务市场容量	1200 亿元/年

来源：国金证券研究所

5、非公开发行获实控人全额认购，彰显公司长期发展信心

去年8月份，公司拟非公开发行不超过21,398,002股股票，定增价35.05元/股，募集不超过7.5亿元，用于投资黔西南州兴义市城市配网建设与改造项目以及贵州云计算数据中心建设项目。今年7月31日证监会核准通过公司非公开发行股票募集资金7.5亿的申请。本次非公开发行股票全部由公司实际控制人江春华、方文、罗新伟和陈显龙全额认购，并且限售期长达三年，充分彰显了管理层对公司长期发展的信心。

图表40：非公开发行募集资金具体投资项目情况

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
1	黔西南州兴义市城市配电网建设与改造项目	5.52 亿	7000 万
2	贵州省云计算数据中心建设项目	1.849 亿	8000 万
3	补充流动资金	6 亿	6 亿
	合计	13.369 亿	7.5 亿

来源：公司公告、国金证券研究所

考虑2016年利润分配方案，本次非公开发行A股股票发行价格由35.05元/股调整为34.98元/股，本次非公开发行A股股票发行数量由不超过21,398,002股（含本数）调整为不超过21,440,823股（含本数）。8月1日证监会正式批准了本次非公开发行股票事宜。发行后大股东将持有公司19.43%股权，四位实际控制人合计持有公司55.28%股权。

图表41：实际控制人认购股票数量和发行后股票数量

股东	最高认购股票数量	发行后股票数量	发行后股权比例
江春华	7,536,079	38,342,379	19.43%
方文	5,005,672	25,468,072	12.91%
罗新伟	5,005,672	25,468,072	12.91%
陈显龙	3,893,400	19,809,000	10.04%
其它股东	-	88,240,900	44.72%
合计	21,440,823	197,328,423	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1 关键性假设和盈利预测

- 1) 2016 年电网投资同比增长 16.9%，达到历史峰值的 5426 亿元，2017 年 1-8 月份电网投资 3250 亿元，同比增长 7.9%，在 2016 年高点基础上依然保持较高增速。我们假设 2017-2019 年电网投资增速继续维持在 6-12% 之间。
- 2) 我国十三五电力智能化开始由高速增长期转向优化升级期，信息化是智能电网的基本特征之一，打造智能电网的过程实质上也是深化信息化建设的进程。未来，我们认为电力信息化投资伴随着智能化投资的持续增长，根据中国产业信息发布的《2015-2020 年中国电力信息化市场深度评估及前景预测研究报告》，电力信息化投资未来将保持每年 20% 左右的持续增长态势。公司是国内为数不多覆盖智能电网资产全生命周期一体化的信息化领军企业，将充分受益于电网信息化投资景气周期，并获得快于行业的增长。
- 3) 近年来我国电网投资逐步转向配网投资，2015-2020 年配网投资将达到 2 万亿，我们认为十三五后期配网投资增速总体略高于电网投资增速。公司近年来大力布局和拓展配网设计咨询、配网软件销售、配电网改造 EPC 工程等业务，预计公司配网相关业务将会持续保持高速增长，这将拉动软件服务、技术服务以及建造合同等多板块收入高速增长。
- 4) 我国电改在 2018 年或正式进入现货交易阶段，这标志着电改进入深水区，售电公司和配售电公司将进入大规模运营期。公司售电信息化软件现有注册用户 16 家，而潜在客户 730 余家，潜在客户的转化将有效支撑公司售电信息化软件服务的较快增长。
- 5) 2016 年初到 2017 年中恒华云平台用户人数增长近 4.5 倍，我们预测未来三年云平台用户人数能保持年均 20%-25% 的增长，伴随着云平台用户数和项目数的不断增长，平台生态圈将日趋成熟，平台未来用户活跃度和项目发布数量将稳步攀升，未来三年通过“电+”平台引流的信息业务收入和衍生出来的各类平台服务收入将分别给软件服务业务收入带来 30%、22%、20% 的增长。
- 6) 不考虑公司承接新的 EPC 业务的情况下，公司在手的 7 亿左右 EPC 订单从今年开始将逐步确认收入。预计 2017 年-2019 年 EPC 收入确认分别为 4500 万、1.6 亿、2.5 亿元。

图表 42：公司主营业务分产品预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
软件服务（万）	28786	46286	74058	107384	150337
收入增速	56.7%	60.8%	60.0%	45.0%	40.0%
毛利率	39.88%	39.30%	39.20%	38.90%	38.60%
技术服务（万）	6224	8873	12067	15446	19616
收入增速	58.3%	42.6%	36.0%	28.0%	27.0%
毛利率	34.72%	35.75%	35.20%	34.90%	34.60%
软件销售（万）	3602	4187	5024	5953	6936
收入增速	1082.0%	16.2%	20.0%	19.0%	17.0%
毛利率	99.10%	98.88%	98.60%	98.20%	98.0%
硬件销售（万）	566	716	903	1137	1432
收入增速	259.8%	26.5%	26.0%	26.0%	25.0%
毛利率	22.82%	29.05%	30.00%	30.20%	30.30%
建造合同（万）	0	268	4500	16000	25000
收入增速	-	-	1577%	256%	56%
毛利率	-	14.87%	14.70%	15.00%	15.00%
总收入（万）	39179	60330	96551	145920	203311
收入增速	72.1%	54.0%	60.0%	51.1%	39.3%
总毛利	17335	25749	39164	55752	75795
毛利率	44.25%	42.68%	40.56%	38.21%	37.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

6.2 投资建议

公司多年深耕电力信息化软件领域，预计配网相关软件将继续保持较快增长。近年来大举进行战略转型，布局“电+”众包平台，开创了独特的“天猫式”云平台服务，并大力布局配售电公司及相关交易软件业务。我们预计公司2017-2019年净利润分别为1.91亿、2.79亿、3.71亿元，对应EPS分别为0.97元、1.41元、1.88元，三年业绩复合增长43.6%。首次覆盖，给予公司目标价49.35元，对应2018年35倍估值。

图表 43：可比公司估值水平一览

代码	名称	市值(亿)	EPS				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002063	远光软件	70	0.22	0.28	0.36	0.47	85	42	33	25
300520	科大国创	62	0.72	0.22	0.42	0.55	155	132	69	54
300682	朗新科技	88	0.34	0.35	0.40	0.45	-	62	55	48
002169	智光电气	52	0.33	0.21	0.26	0.33	55	32	26	20
600406	国电南瑞	415	0.60	0.70	0.82	0.94	28	24	21	18
PE 平均							81	58	40	33
300315	恒华科技	72	0.71	0.97	1.41	1.88	58	37	26	19

来源：wind、国金证券研究所；注：国电南瑞为国金预测，出于财务审慎性原则，暂不考虑资产重组情况，其余为wind一致预期

7、风险提示

1) 电网信息化投资不及预期，公司主业将会直接遭受影响。

2) 电改不及预期，公司投资的配售电公司的业务开展将会受到影响，相关配售电软件销售也会受到一定的影响。

3) 公司 2016 年应收账款 4.6 亿，占营业收入比例为 76%，因为主要客户为国家电网等电网公司和中国能建等设计院，所以应收账款回款相对有所保证。但金额巨大的应收账款依然有一定的回款风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	228	392	603	966	1,459	2,033
增长率		72.1%	54.0%	60.0%	51.1%	39.3%
主营业务成本	-121	-218	-346	-574	-902	-1,275
%销售收入	53.2%	55.8%	57.3%	59.4%	61.8%	62.7%
毛利	106	173	257	392	558	758
%销售收入	46.8%	44.2%	42.7%	40.6%	38.2%	37.3%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-5	-7	-10
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-10	-17	-26	-41	-62	-86
%销售收入	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%
管理费用	-34	-62	-83	-132	-198	-274
%销售收入	15.0%	15.7%	13.8%	13.7%	13.6%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	62	93	146	213	289	387
%销售收入	27.1%	23.8%	24.2%	22.1%	19.8%	19.0%
财务费用	1	2	-2	-1	18	19
%销售收入	-0.5%	-0.5%	0.3%	0.1%	-1.2%	-0.9%
资产减值损失	-2	-6	-11	-15	-20	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	4	7	10
%税前利润	0.0%	0.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%
营业利润	61	90	135	201	294	392
营业利润率	26.9%	22.9%	22.4%	20.8%	20.2%	19.3%
营业外收支	5	16	11	14	15	16
税前利润	66	106	146	215	309	408
利润率	29.1%	27.0%	24.2%	22.2%	21.2%	20.1%
所得税	-6	-15	-12	-17	-25	-33
所得税率	8.6%	13.8%	7.9%	8.1%	8.1%	8.1%
净利润	61	91	134	197	284	375
少数股东损益	0	10	9	6	5	4
归属于母公司的净利润	61	81	125	191	279	371
净利率	26.6%	20.6%	20.8%	19.8%	19.1%	18.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	61	91	134	197	284	375
少数股东损益	0	10	9	6	5	4
非现金支出	8	14	22	26	33	39
非经营收益	1	-2	2	-13	-21	-26
营运资金变动	-46	-117	-155	-160	-290	-293
经营活动现金净流	23	-13	3	51	6	95
资本开支	-15	-32	-21	3	0	-3
投资	0	-36	-28	-40	-35	-30
其他	0	0	0	4	7	10
投资活动现金净流	-15	-68	-49	-33	-29	-23
股权募资	232	31	5	757	28	37
债权募资	-19	9	127	-147	0	0
其他	-7	-9	-39	-19	-20	-24
筹资活动现金净流	205	31	93	591	8	14
现金净流量	213	-50	47	609	-15	86

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	253	212	268	877	862	948
应收账款	170	321	528	709	1,032	1,449
存货	69	66	58	99	153	210
其他流动资产	2	5	2	3	4	6
流动资产	494	603	856	1,688	2,052	2,612
%总资产	88.3%	83.5%	84.8%	89.8%	89.9%	90.8%
长期投资	0	18	49	89	124	154
固定资产	61	78	76	75	76	79
%总资产	10.9%	10.8%	7.5%	4.0%	3.3%	2.8%
无形资产	3	19	25	26	26	27
非流动资产	65	119	153	193	230	263
%总资产	11.7%	16.5%	15.2%	10.2%	10.1%	9.2%
资产总计	559	723	1,009	1,881	2,282	2,875
短期借款	2	20	147	0	0	0
应付款项	3	22	56	100	161	233
其他流动负债	21	40	54	89	136	268
流动负债	26	82	256	188	297	501
长期贷款	9	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	2	2	2
负债	35	82	258	190	298	503
普通股股东权益	524	630	729	1,663	1,950	2,335
少数股东权益	0	11	22	28	33	37
负债股东权益合计	559	723	1,009	1,881	2,282	2,875

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.697	0.459	0.713	0.970	1.414	1.880
每股净资产	6.029	3.582	4.146	8.428	9.883	11.831
每股经营现金净流	0.263	-0.076	0.019	0.258	0.028	0.480
每股股利	0.000	0.100	0.050	0.070	0.100	0.120
回报率						
净资产收益率	11.56%	12.81%	17.20%	11.50%	14.30%	15.89%
总资产收益率	10.84%	11.16%	12.43%	10.17%	12.23%	12.91%
投入资本收益率	10.54%	12.18%	14.95%	11.60%	13.41%	14.99%
增长率						
主营业务收入增长率	14.84%	72.11%	53.99%	60.04%	51.13%	39.33%
EBIT增长率	-10.25%	51.30%	56.04%	46.42%	35.64%	33.66%
净利润增长率	1.88%	33.08%	55.49%	52.54%	45.78%	33.03%
总资产增长率	92.18%	29.24%	39.57%	86.48%	21.30%	26.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	220.5	211.3	230.3	235.0	228.0	232.0
存货周转天数	165.1	112.7	65.1	63.0	62.0	60.0
应付账款周转天数	9.8	13.6	19.3	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	98.1	72.7	45.8	28.2	19.0	14.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.11%	-30.04%	-16.14%	-51.86%	-43.48%	-39.97%
EBIT利息保障倍数	-51.5	-46.1	70.3	168.4	-16.1	-20.7
资产负债率	6.23%	11.36%	25.54%	10.10%	13.08%	17.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	10	10
增持	0	2	6	10	11
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.50	1.57	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH