

## 恒华科技(300365.SZ)

## 输配电及控制行业

评级：买入 维持评级

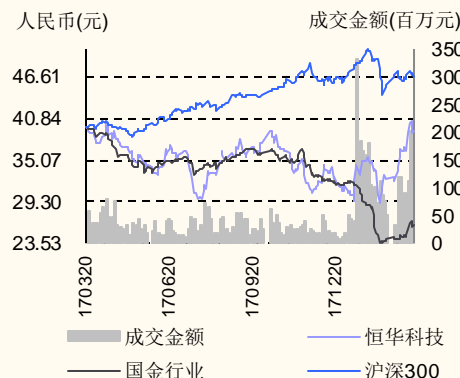
公司点评

市场价格(人民币): 39.11 元  
目标价格(人民币): 48.50-48.50 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) 7,717.51  
年内股价最高最低(元) 40.39/29.07  
沪深 300 指数 4056.42



## 相关报告

- 1.《恒华科技三季报点评-配网服务、EPC 业务获较快增长，云服务平...》，2017 10 26
- 2.《恒华科技深度报告-配网业务助力营收高速增长，云平台转型打开业绩...》，2017 10 24

姚遥

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

邓伟

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

## 成立全新三大业务体系，全面推进互联网转型

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.713	0.974	1.382	1.862	2.410
每股净资产(元)	4.15	7.86	4.62	5.55	6.75
每股经营性现金流(元)	0.02	-0.26	0.50	0.81	1.25
市盈率(倍)	58.20	32.49	28.30	21.01	16.23
行业优化市盈率(倍)	33.92	33.92	33.92	33.92	33.92
净利润增长率(%)	55.49%	53.27%	41.86%	34.71%	29.46%
净资产收益率(%)	17.20%	12.39%	14.95%	16.79%	17.85%
总股本(百万股)	175.91	197.33	197.33	197.33	197.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2017 年年度财务报告，收入和归母净利润分别为 8.56 亿、1.92 亿元，同比分别增长 41.84%、53.26%。同时公司发布 2018 年一季度业绩预告，归母净利润同比增长 50%-75%。

## 点评

- 配网业务和 EPC 业务助力营收和净利润维持高增长，经营性现金流有望改善。受益于配网投资高景气，2017 年公司配网相关软件和技术服务依旧占比最大保持较快增长，同时公司积极推进 EPC 落地，并顺利完成了卢旺达 EUCL 项目。公司未来重要任务之一是改善经营性现金流，同时互联网转型下中小客户比例将持续提升，这些都有助于公司提升应收、存货周转天数。
- 公司积极推进全面互联网服务转型的发展战略。公司将现有业务全新整合为设计版块、基建管理版块、配售电版块三大 SaaS 业务体系。依托云服务平台的在线设计院、基建管理业务、各类配售电平台产品线逐步完善。目前公司打造的专业的云服务社区门户平台注册用户数已经达到 58525 个。
- 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。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。伴随配网投资特别是配网信息化投资快速增长，公司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。
- 电改政策落地速度加快，大力布局进入售电领域。2017 年电改落地政策明显加快，市场化电力交易规模快速提升，(配)售电公司数量将真正进入大规模运营阶段，公司售电一体化综合服务能力突出，除了基础(配)售电软件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。作为参股的 4 家配售电公司股东，后期有望获得 EPC 订单及各类运营业务。

## 盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年公司实现净利润 2.73 亿元、3.67 亿元、4.76 亿元，业绩复合增长 35%，鉴于公司处于业务转型扩张期且具备较高的业绩持续增长，给予目标价 48.5 元，对应 2018 年 35 倍估值，维持买入评级。

## 风险提示

- 电网信息化投资不及预期；电力体制改革进程不及预期，影响公司配售电相关业务落地；应收账款仍在持续上升，回款方面有一定的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	392	603	856	1,100	1,381	1,728
增长率		54.0%	41.8%	28.5%	25.6%	25.1%
主营业务成本	-218	-346	-477	-614	-774	-973
%销售收入	55.8%	57.3%	55.8%	55.8%	56.1%	56.3%
毛利	173	257	379	486	607	755
%销售收入	44.2%	42.7%	44.2%	44.2%	43.9%	43.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-6
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-17	-26	-32	-40	-50	-62
%销售收入	4.3%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-62	-83	-102	-131	-164	-203
%销售收入	15.7%	13.8%	12.0%	11.9%	11.9%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	93	146	241	312	389	484
%销售收入	23.8%	24.2%	28.2%	28.4%	28.1%	28.0%
财务费用	2	-2	-10	-8	8	19
%销售收入	-0.5%	0.3%	1.2%	0.7%	-0.6%	-1.1%
资产减值损失	-6	-11	-30	-21	-16	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	-2	4	6	12
%税前利润	0.0%	1.5%	n.a	1.3%	1.5%	2.3%
营业利润	90	135	210	287	386	503
营业利润率	22.9%	22.4%	24.6%	26.1%	28.0%	29.1%
营业外收支	16	11	0	11	15	16
税前利润	106	146	210	298	401	519
利润率	27.0%	24.2%	24.6%	27.1%	29.0%	30.0%
所得税	-15	-12	-18	-26	-35	-45
所得税率	13.8%	7.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净利润	91	134	192	272	366	474
少数股东损益	10	9	0	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	81	125	192	273	367	476
净利率	20.6%	20.8%	22.5%	24.8%	26.6%	27.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91	134	192	272	366	474
少数股东损益	10	9	0	-1	-1	-2
非现金支出	14	22	42	33	29	26
非经营收益	-2	2	10	-4	-16	-28
营运资金变动	-117	-155	-296	-104	-58	22
经营活动现金净流	-13	3	-52	196	320	494
资本开支	-32	-21	-28	0	3	5
投资	-36	-28	-521	-35	-30	-25
其他	0	0	0	4	6	12
投资活动现金净流	-68	-49	-549	-31	-21	-8
股权募资	31	5	738	27	37	48
债权募资	9	127	45	-70	-126	0
其他	-9	-39	-47	-38	-44	-47
筹资活动现金净流	31	93	736	-81	-133	0
现金净流量	-50	47	136	84	167	486

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	212	268	416	500	667	1,153
应收款项	321	528	827	935	1,034	1,161
存货	66	58	89	103	116	131
其他流动资产	5	2	437	434	445	447
流动资产	603	856	1,769	1,972	2,261	2,891
%总资产	83.5%	84.8%	87.7%	87.4%	87.9%	89.6%
长期投资	18	49	138	173	203	228
固定资产	78	76	70	70	68	65
%总资产	10.8%	7.5%	3.5%	3.1%	2.6%	2.0%
无形资产	19	25	35	35	35	35
非流动资产	119	153	248	283	312	334
%总资产	16.5%	15.2%	12.3%	12.6%	12.1%	10.4%
资产总计	723	1,009	2,017	2,255	2,573	3,225
短期借款	20	147	196	126	0	0
应付款项	22	56	185	203	257	325
其他流动负债	40	54	82	101	127	237
流动负债	82	256	463	430	385	562
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1	1
负债	82	258	464	431	385	563
普通股股东权益	630	729	1,552	1,824	2,189	2,665
少数股东权益	11	22	2	1	-1	-3
负债股东权益合计	723	1,009	2,017	2,255	2,573	3,225

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.459	0.713	0.974	1.382	1.862	2.410
每股净资产	3.582	4.146	7.864	4.622	5.546	6.752
每股经营现金净流	-0.076	0.019	-0.263	0.497	0.811	1.252
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	12.81%	17.20%	12.39%	14.95%	16.79%	17.85%
总资产收益率	11.16%	12.43%	9.53%	12.09%	14.28%	14.75%
投入资本收益率	12.18%	14.95%	12.60%	14.59%	16.22%	16.62%
增长率						
主营业务收入增长率	72.11%	53.99%	41.84%	28.53%	25.60%	25.09%
EBIT 增长率	51.30%	56.04%	65.60%	29.20%	24.67%	24.59%
净利润增长率	33.08%	55.49%	53.27%	41.86%	34.71%	29.46%
总资产增长率	29.24%	39.57%	99.94%	11.82%	14.09%	25.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	211.3	230.3	264.7	297.0	263.0	236.0
存货周转天数	112.7	65.1	56.2	61.0	54.5	49.0
应付账款周转天数	13.6	19.3	37.0	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	72.7	45.8	29.8	23.1	17.9	13.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.04%	-16.14%	-14.15%	-20.49%	-30.47%	-43.32%
EBIT 利息保障倍数	-46.1	70.3	23.9	40.3	-49.0	-25.7
资产负债率	11.36%	25.54%	22.99%	19.10%	14.97%	17.47%

**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	5	6	6	9	22
增持	1	4	4	7	17
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.40	1.40	1.44	1.48

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-24	买入	36.60	49.35~49.35
2	2017-10-26	买入	36.30	49.35~49.35

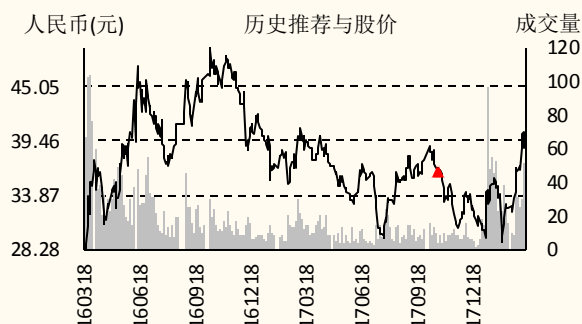
来源：国金证券研究所

**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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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