

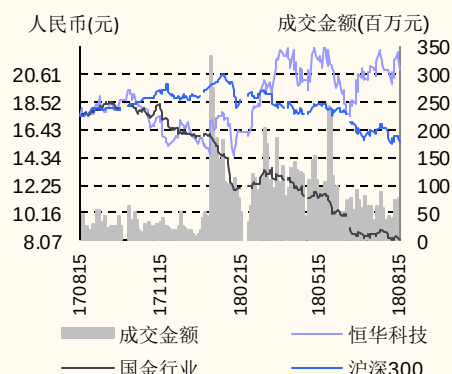
恒华科技 (300365.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.85 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	218.58
总市值(百万元)	8,385.09
年内股价最高最低(元)	22.68/14.47
沪深 300 指数	3291.98



相关报告

1. 《业绩维持高增长，继续看好配售电业务发展》，2018.4.25
2. 《成立全新三大业务体系，全面推进互联网转型》，2018.3.19
3. 《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
4. 《恒华科技深度报告-配网业务助力营收高增长，云平台转型打开业绩...》，2017.10.24

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

云服务产品体系逐步完善，业绩持续高增长

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	0.685	0.926	1.199
每股净资产(元)	4.15	7.86	4.56	5.52	6.77
每股经营性现金流(元)	0.02	-0.26	0.45	0.83	1.13
市盈率(倍)	58.20	32.49	30.43	22.52	17.39
净利润增长率(%)	55.49%	53.26%	43.34%	35.11%	29.52%
净资产收益率(%)	17.20%	12.39%	15.02%	16.77%	17.71%
总股本(百万股)	175.91	197.33	402.16	402.16	402.16

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布 2018 年半年报，分别实现营业收入和归母净利 4.67 亿、0.72 亿，同比分别增长 59.03%、52.30%。

经营分析

- 业绩符合预期，高毛利率保持利润稳定增长。2018H1 公司收入与归母净利增速分别为 59.03%、52.3%，均保持稳定增长，我们认为主要是因为公司全面整合业务体系，线上线下协同效应逐步显现，同时叠加电力体制改革以及配电网建设的外部环境的持续向好。2018H1 公司毛利率为 35.69%，比去年同期下降 3.77pct，主要是由于产品销售结构导致，相对低毛利的配售电业务增长达到 305.7%，占到总营收的 43.1%，大幅提升了 26.2pct，同样取得 41.66% 增长的设计业务毛利率仍然高达 52.49%，仍然将支撑整体毛利率持续位于 40% 以上。三费方面：财务费用增长 -319.29%，主要是由于公司取得流动资金利息收入增加，管理费用增长 78.81%，主要是由于公司不断完善云服务平台，研发费用大幅提升 86.56% 所致。
- 全面向互联网服务转型，公司云服务产品成果喜人。公司依托自主研发的云服务平台提供标准化 SaaS 软件产品，上半年设计版块研发的“在线设计院”、基建管理版块智慧工地陆续上线试运行。此外，公司和中电联联合打造的专业设计社区 E 智联于 6 月上线；为了应对 2019 年电力现货交易市场，公司智能运维调度管理平台、能效分析平台也如期试运行。截止目前云服务平台的注册用户数达到 59,000 个，增速有所趋缓的原因在于公司当前正在集中精力引导企业用户数增长。
- 新技术、新行业、全球化保障业绩可持续增长。未来三维设计能力将成为设计院投标要求之一，公司先后发布了多款基于 BIM 三维设计软件。同时公司交通、水利业务取得 141% 增长。公司在海外市场原有信息化产品的基础上，新设立了卢旺达子公司，旨在推进“互联网+”职业培训和咨询业务。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2018-2020 年公司实现归母净利润 2.76/3.72/4.82 亿元，业绩复合增长 36%，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 24.7 元，对应 2018 年 36 倍估值，维持买入评级。

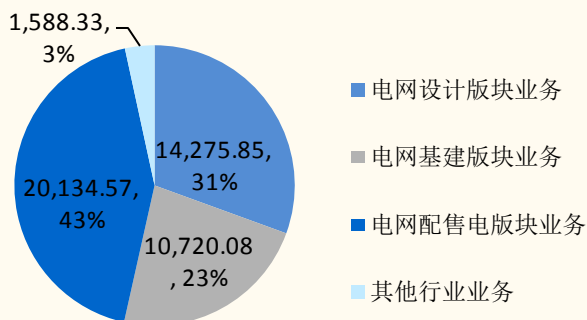
风险提示

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；应收账款回款方面有一定的风险。

收入和业绩继续保持高增长，配售电业务增速尤为抢眼

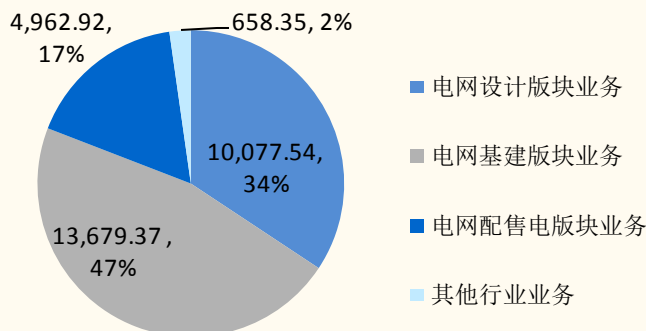
良好的外部环境和公司业务体系逐步完善，催生业务持续高增长。外部：在电力体制改革以及配电网建设外部环境持续向好；内部：公司云平台转型持续推进，线上线下业务联动机制更为顺畅。这些积极的表现使得公司业绩继续保持高增长势头，上半年营收增速达到 59.03%。分业务来看，配售电业务增长达到 305.7%，占整体营收比达到 43.1%，同比大幅提升 26.2pct。

图表 1：2018H1 收入结构（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：2017H1 收入结构（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

黔西南兴义配电网 EPC 工程本期确认收入 8500 万，相比去年同期有所下滑，电网基建板块业务同比负增长 21.63%。

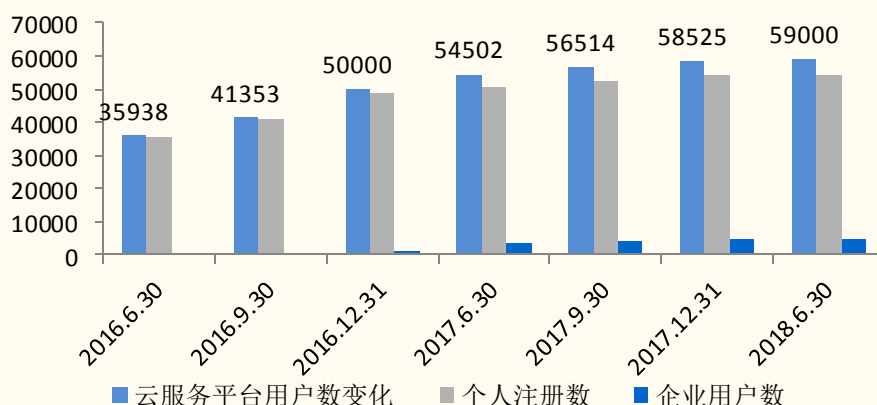
图表 3：2017H1 和 2018H1 收入、毛利和毛利率变化

	2018H1 收入 (万)	2017H1 收入 (万)	YOY	2018H1 毛利 (万)	2017H1 毛利 (万)	2018H 毛利 率	2017H1 毛利率
电网设计版块	14,275.85	10,077.54	41.66%	7,493.84	5,539.57	52.49%	54.97%
电网基建版块	10,720.08	13,679.37	-21.63%	3,124.25	4,064.39	29.14%	29.71%
配售电版块	20,134.57	4,962.92	305.70%	5,600.77	1,811.41	27.82%	36.50%
其他行业业务	1,588.33	658.35	141.26%	456.93	176.59	28.77%	26.82%
汇总	46,718.81	29,378.18	59.03%	16,675.79	11,591.97	35.69%	39.46%

来源：公司公告、国金证券研究所

公司云平台用户数增长有所放缓，未来将更加注重企业客户的开拓。

图表 4：云计算平台用户数



来源：公司公告、国金证券研究所

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	1,140	1,441	1,785
增长率		54.0%	41.8%	33.2%	26.4%	23.9%
主营业务成本	-218	-346	-477	-643	-805	-990
%销售收入	55.8%	57.3%	55.8%	56.4%	55.9%	55.5%
毛利	173	257	379	497	635	795
%销售收入	44.2%	42.7%	44.2%	43.6%	44.1%	44.5%
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	-41	-52	-64
%销售收入	4.3%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-62	-83	-102	-135	-170	-210
%销售收入	15.7%	13.8%	12.0%	11.9%	11.8%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	93	146	241	317	408	515
%销售收入	23.8%	24.2%	28.2%	27.8%	28.3%	28.8%
财务费用	2	-2	-10	-4	1	9
%销售收入	-0.5%	0.3%	1.2%	0.3%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	-6	-11	-30	-22	-17	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	-2	0	2	4
%税前利润	0.0%	1.5%	n.a	0.0%	0.5%	0.7%
营业利润	90	135	210	291	394	516
营业利润率	22.9%	22.4%	24.6%	25.5%	27.4%	28.9%
营业外收支	16	11	0	13	17	18
税前利润	106	146	210	304	411	534
利润率	27.0%	24.2%	24.6%	26.7%	28.5%	29.9%
所得税	-15	-12	-18	-26	-36	-46
所得税率	13.8%	7.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净利润	91	134	192	278	375	487
少数股东损益	10	9	0	2	3	5
归属于母公司的净利润	81	125	192	276	372	482
净利率	20.6%	20.8%	22.5%	24.2%	25.8%	27.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91	134	192	278	375	487
少数股东损益	10	9	0	2	3	5
非现金支出	14	22	42	34	31	28
非经营收益	-2	2	10	1	-6	-10
营运资金变动	-117	-155	-296	-132	-67	-52
经营活动现金净流	-13	3	-52	180	333	453
资本开支	-32	-21	-28	-25	-3	-2
投资	-36	-28	-521	-35	-30	-25
其他	0	0	0	0	2	4
投资活动现金净流	-68	-49	-549	-60	-31	-23
股权募资	31	5	738	28	37	48
债权募资	9	127	45	21	-31	2
其他	-9	-39	-47	-34	-37	-40
筹资活动现金净流	31	93	736	15	-31	10
现金净流量	-50	47	136	134	270	440

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	212	268	416	550	820	1,260
应收账款	321	528	827	977	1,087	1,210
存货	66	58	89	107	120	133
其他流动资产	5	2	437	438	450	453
流动资产	603	856	1,769	2,072	2,478	3,055
%总资产	83.5%	84.8%	87.7%	87.0%	87.7%	89.0%
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%	2.9%	2.4%	1.9%
无形资产	19	25	35	62	70	78
非流动资产	119	153	248	310	347	376
%总资产	16.5%	15.2%	12.3%	13.0%	12.3%	11.0%
资产总计	723	1,009	2,017	2,382	2,824	3,432
短期借款	20	147	196	217	185	186
应付款项	22	56	185	212	268	332
其他流动负债	40	54	82	114	144	178
流动负债	82	256	463	543	597	696
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	1	1	1	1
负债	82	258	464	543	598	698
普通股股东权益	630	729	1,552	1,835	2,220	2,722
少数股东权益	11	22	2	4	7	12
负债股东权益合计	723	1,009	2,017	2,382	2,824	3,432

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.459	0.713	0.974	0.685	0.926	1.199
每股净资产	3.582	4.146	7.864	4.562	5.521	6.769
每股经营现金净流	-0.076	0.019	-0.263	0.447	0.827	1.127
每股股利	0.000	0.100	0.050	0.050	0.060	0.070
回报率						
净资产收益率	12.81%	17.20%	12.39%	15.02%	16.77%	17.71%
总资产收益率	11.16%	12.43%	9.53%	11.57%	13.18%	14.05%
投入资本收益率	12.18%	14.95%	12.60%	14.08%	15.45%	16.09%
增长率						
主营业务收入增长率	72.11%	53.99%	41.84%	33.23%	26.36%	23.87%
EBIT增长率	51.30%	56.04%	65.60%	31.27%	28.86%	26.10%
净利润增长率	33.08%	55.49%	53.26%	43.34%	35.11%	29.52%
总资产增长率	29.24%	39.57%	99.94%	18.09%	18.59%	21.51%
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	22.3	17.2	13.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.04%	-16.14%	-14.15%	-18.13%	-28.51%	-39.24%
EBIT利息保障倍数	-46.1	70.3	23.9	88.9	-419.4	-55.4
资产负债率	11.36%	25.54%	22.99%	22.82%	21.17%	20.34%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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
3	2018-03-19	买入	39.11	48.50~48.50
4	2018-04-25	买入	21.00	24.20~24.20

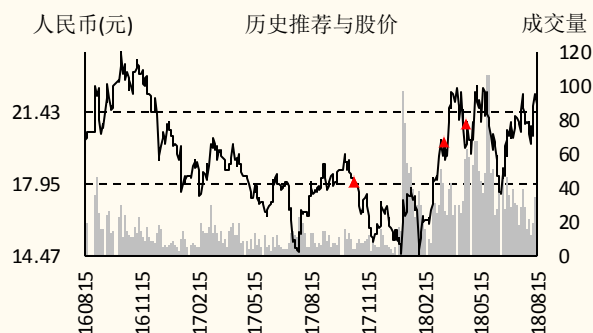
来源：国金证券研究所

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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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