

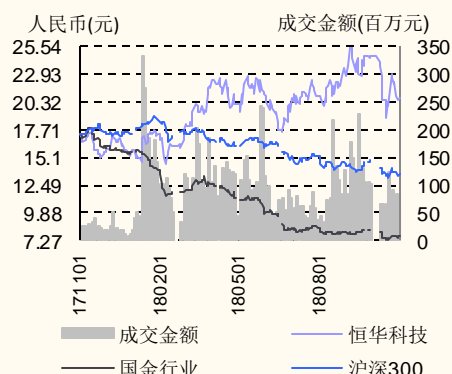
## 恒华科技 (300365.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.63 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)	8,296.62
年内股价最高最低(元)	25.54/14.47
沪深 300 指数	3153.82



## 相关报告

- 1.《恒华科技中报点评-云服务产品体系逐步完善,业绩持续高增长》,2018.8.16
- 2.《业绩维持高增长,继续看好配售电业务发展》,2018.4.25
- 3.《成立全新三大业务体系,全面推进互联网转型》,2018.3.19

姚遥

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

## 业绩保持高增长,云服务体系逐步完善

## 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	0.691	0.960	1.287
每股净资产(元)	4.15	7.86	4.73	5.68	6.98
每股经营性现金流(元)	0.08	-0.20	-0.14	-0.14	-0.01
市盈率(倍)	58.20	32.49	30.26	21.78	16.23
净利润增长率(%)	55.49%	53.26%	44.51%	38.94%	34.15%
净资产收益率(%)	17.20%	12.39%	14.61%	16.90%	18.43%
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

## 业绩简评

- 公司公布 2018 年三季报, 2018 年 1-9 月公司收入和归母净利润分别为 6.91 亿、1.10 亿, 同比分别增长 53.34%、53.75%, 2018Q3 公司收入和归母净利润分别为 2.24 亿、0.38 亿, 同比分别增长 42.7%、56.65%。

## 经营分析

- 业绩保持高增长, 高毛利率保持利润稳定增长。Q3 公司收入与归母净利增速分别为均保持稳定增长, 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, 同时公司设计板块和配售电板块业务取得了持续增长; 公司毛利率为 36.57%, 较上半年小幅增长, 我们认为主要是高毛利率业务设计板块取得更快增长所致; 三费方面: 前三季度财务费用率为 -0.74%, 较去年同期减少 1.93pct, 主要是由于公司去年非公开发行流动资金利息大幅增加, 销售费用率、管理费用率分别为 6.30%、3.97%, 同时公司保持高研发投入, 同比增长 77.4%。
- 整合专业社区建设为“电+”云平台, 云服务体系逐步完善。专业社区板块, 报告期内公司将原设计社区 (E 智联)、基建管理社区、配售电社区 (“电+”) 三大社区整合为 “电+” 智联服务云平台, 并已于 10 月份上线运行; SaaS 产品线研发方面, 公司配售电业务版块智能运维调度管理平台、能效分析平台也已于 7 月上线试运行, 进一步完善云服务体系; 截止目前云服务平台的注册用户数已达到 61,200 个, 公司当前正在集中精力引导企业用户数增长, 报告期内企业用户数增长至约 4,820 个。
- 配售电相关业务稳步推进。报告期内公司投资布局的中山翠亨、咸阳经发、长沙振望三家配售电公司均已开展售电业务并取得部分收入, 长沙振望 “望城经济技术开发区增量配电业务试点” 也已进入增量配电业务改革试点, 公司配售电业务有望带来增量。

## 盈利调整与投资建议

- 预计公司 2018-2020 年公司实现归母净利润 2.78/3.86/5.18 亿元, 业绩复合增长 39%, 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 2018 年 35 倍估值, 目标价 24.2 元, 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。

图表 1：利润表摘要

单位：百万	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	YOY	2018Q3	2017Q3	YOY
营业总收入	691.26	450.81	53.34%	224.07	157.03	42.70%
营业总成本	566.37	374.94	51.06%	182.14	130.03	40.07%
税金及附加	2.51	2.19	14.57%	0.72	0.30	139.80%
营业费用	27.48	23.17	18.60%	9.41	6.80	38.50%
管理费用	43.58	18.17	233.05%	22.65	15.49	42.45%
财务费用	-5.12	5.36	-195.45%	3.36	1.50	123.80%
资产减值损失	9.61	9.79	-1.87%	0.00	0.00	
投资收益	-4.23	-3.53	19.86%	-0.74	-0.94	-21.28%
营业利润	123.27	75.96	62.29%	42.28	27.32	54.77%
营业外收入	0.61	5.47	-88.94%	0.10	0.00	
营业外支出	0.12	0.05	142.55%	0.00	0.00	
税前利润	123.76	81.38	52.07%	42.37	27.32	55.11%
净利润	110.37	72.09	53.09%	37.24	23.47	58.64%
少数股东损益	0.34	0.53	-36.07%	-0.30	-0.49	-38.90%
归母净利润	110.03	71.56	53.75%	37.54	23.96	56.65%
扣非归母净利润	109.60	66.66	64.42%	37.45	23.96	56.30%

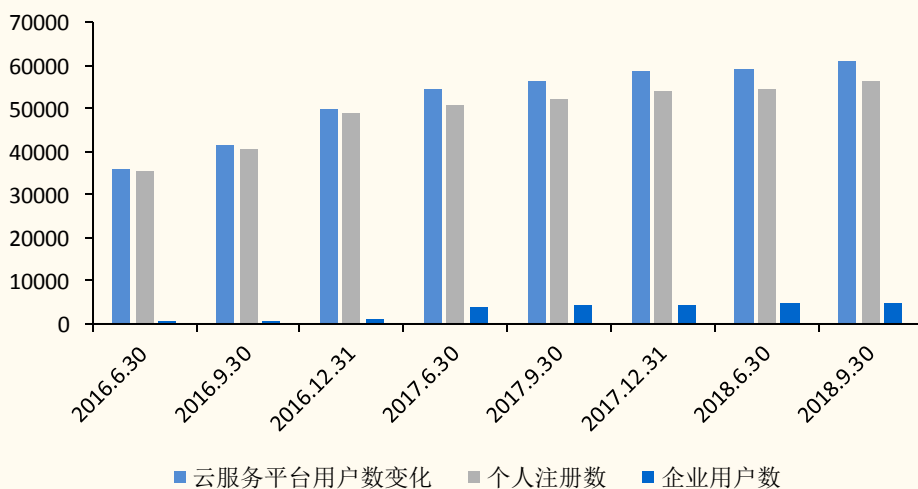
来源：wind、国金证券研究所

图表 2：公司费用率情况

单位 (%)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
销售费用率	8.06	4.91	5.35	2.69	7.99	4.32	4.33	2.14	4.21	3.69	4.20
管理费用率	23.31	14.71	18.82	9.37	17.25	9.22	13.80	11.24	16.40	11.90	10.11
财务费用率	0.16	0.43	0.83	0.19	1.84	1.05	0.95	1.17	-2.45	-1.48	1.50
三费率	31.53	20.05	25.00	12.24	27.08	14.58	19.08	14.55	18.16	14.10	15.80

来源：wind、国金证券研究所

图表 3：公司云平台注册数



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	1,207	1,677	2,213
增长率		54.0%	41.8%	41.0%	39.0%	32.0%
主营业务成本	-218	-346	-477	-703	-994	-1,321
%销售收入	55.8%	57.3%	55.8%	58.2%	59.2%	59.7%
毛利	173	257	379	504	684	893
%销售收入	44.2%	42.7%	44.2%	41.8%	40.8%	40.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-6	-8
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-17	-26	-32	-43	-60	-77
%销售收入	4.3%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
管理费用	-62	-83	-102	-127	-168	-204
%销售收入	15.7%	13.8%	12.0%	10.5%	10.0%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	93	146	241	330	450	603
%销售收入	23.8%	24.2%	28.2%	27.3%	26.8%	27.3%
财务费用	2	-2	-10	-11	-29	-53
%销售收入	-0.5%	0.3%	1.2%	0.9%	1.8%	2.4%
资产减值损失	-6	-11	-30	-20	-11	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	-2	-6	-3	0
%税前利润	0.0%	1.5%	n.a	n.a	n.a	0.0%
营业利润	90	135	210	308	427	573
营业利润率	22.9%	22.4%	24.6%	25.5%	25.5%	25.9%
营业外收支	16	11	0	1	2	3
税前利润	106	146	210	309	429	576
利润率	27.0%	24.2%	24.6%	25.6%	25.6%	26.0%
所得税	-15	-12	-18	-31	-43	-58
所得税率	13.8%	7.9%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	91	134	192	278	386	518
少数股东损益	10	9	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	81	125	192	278	386	518
净利率	20.6%	20.8%	22.5%	23.0%	23.0%	23.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91	134	192	278	386	518
少数股东损益	10	9	0	0	0	0
非现金支出	22	33	54	37	35	36
非经营收益	-2	2	10	25	44	69
营运资金变动	-117	-155	-296	-396	-524	-627
经营活动现金净流	-6	14	-40	-55	-58	-3
资本开支	-32	-21	-28	-44	-43	-42
投资	-36	-28	-521	-35	-30	-25
其他	0	0	0	-6	-3	0
投资活动现金净流	-68	-49	-549	-85	-76	-67
股权募资	31	5	738	113	37	47
债权募资	9	127	45	252	445	438
其他	-9	-39	-47	-61	-84	-113
筹资活动现金净流	31	93	736	303	397	372
现金净流量	-42	58	147	163	263	302

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	212	268	416	579	842	1,144
应收账款	321	528	827	1,223	1,716	2,287
存货	66	58	89	192	269	358
其他流动资产	5	2	437	501	530	564
流动资产	603	856	1,769	2,496	3,357	4,353
%总资产	83.5%	84.8%	87.7%	88.9%	90.3%	91.5%
长期投资	18	49	138	173	203	228
固定资产	78	76	70	77	81	82
%总资产	10.8%	7.5%	3.5%	2.7%	2.2%	1.7%
无形资产	19	25	35	54	71	85
非流动资产	119	153	248	311	362	403
%总资产	16.5%	15.2%	12.3%	11.1%	9.7%	8.5%
资产总计	723	1,009	2,017	2,807	3,720	4,756
短期借款	20	147	196	448	893	1,331
应付款项	22	56	185	352	407	450
其他流动负债	40	54	82	102	133	163
流动负债	82	256	463	903	1,433	1,944
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	82	258	464	903	1,433	1,944
普通股股东权益	630	729	1,552	1,902	2,284	2,809
少数股东权益	11	22	2	2	2	3
负债股东权益合计	723	1,009	2,017	2,807	3,720	4,756

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.459	0.713	0.974	0.691	0.960	1.287
每股净资产	3.582	4.146	7.864	4.729	5.680	6.985
每股经营现金净流	-0.033	0.082	-0.203	-0.136	-0.144	-0.008
每股股利	0.050	0.070	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	12.81%	17.20%	12.39%	14.61%	16.90%	18.43%
总资产收益率	11.16%	12.43%	9.53%	9.90%	10.38%	10.89%
投入资本收益率	12.18%	14.95%	12.60%	12.61%	12.74%	13.11%
增长率						
主营业务收入增长率	72.11%	53.99%	41.84%	41.00%	38.99%	31.98%
EBIT增长率	51.30%	56.04%	65.60%	36.55%	36.63%	34.02%
净利润增长率	33.08%	55.49%	53.26%	44.51%	38.94%	34.15%
总资产增长率	29.24%	39.57%	99.94%	39.18%	32.52%	27.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	211.3	230.3	264.7	295.0	297.0	298.0
存货周转天数	112.7	65.1	56.2	100.0	99.0	99.0
应付账款周转天数	13.6	19.3	37.0	72.0	60.0	50.0
固定资产周转天数	72.7	45.8	29.8	23.3	17.6	13.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.04%	-16.14%	-14.15%	-6.85%	2.23%	6.65%
EBIT利息保障倍数	-46.1	70.3	23.9	30.3	15.3	11.5
资产负债率	11.36%	25.54%	22.99%	32.18%	38.53%	40.88%

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	5	6	11	19	26
增持	3	4	5	7	11
中性	1	1	3	5	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.56	1.55	1.58	1.55	1.53

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
3	2018-03-19	买入	39.11	48.50~48.50
4	2018-04-25	买入	21.00	24.20~24.20
5	2018-08-16	买入	20.85	N/A

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