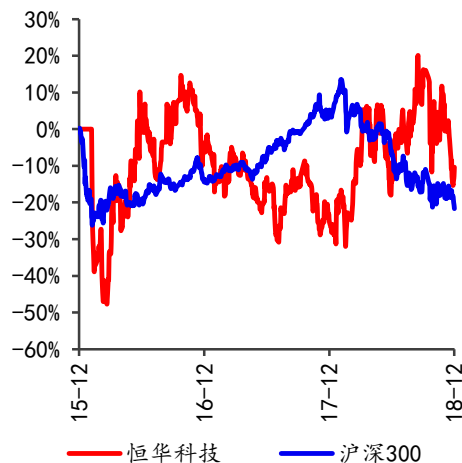


投资评级：增持（首次）

主要数据(截至 12 月 21 日收盘):

当前股价(元)	19.06
总市值(亿元)	76.65
流通市值(亿元)	41.66
总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	2.19
第一大股东	江春华
第一大股东持股比例	19.07%

近三年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号: S0200517100001

研究助理:

刘亿

liuyi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200117070016

联系电话: 0592-5161646

地址: 厦门市思明区莲前西路 2 号  
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

IT 服务/计算机应用/计算机

恒华科技 (300365)

——业绩快速增长，全产业链覆盖电力信息化领域

主要观点:

◆收入 and 利润快速增长，毛利率维持稳定。公司 2018 年前三季度营业收入为 6.91 亿元，同比增长 53.34%，归母净利润为 1.10 亿元，同比增长 53.75%。2013-2017 年营业收入 CAGR 为 44.14%，归母净利润 CAGR 为 34.07%。公司毛利率维持稳定，2015-2017 年，公司费用率略有下滑，公司的 ROE、ROA、ROIC 各项指标 2014-2017 年较为稳定，其中 ROE 近两年有较大的提升，主要原因是在原先资产负债率较低的情况下公司适当增加了负债。

◆智能电网和配电网建设继续推进。2016 年 12 月，国家发展改革委、国家能源局正式发布《电力发展“十三五”规划（2016-2020）》，规划提出升级改造配电网，推进智能电网建设。在配电网建设方面要加强城镇配电网建设及实施新一轮农网改造升级工程；根据国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。另外《国家电网智能化规划总报告》显示，2016-2020 年国家电网智能化投资为 1750 亿元，继续维持较高水平。

◆长期从事智能电网信息化服务，覆盖智能电网全生命周期。公司从成立时开始即面向电网提供信息化服务，在该领域已经近 20 年业务经验。公司基于公司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）等三大核心技术平台，针对电网的数据采集、规划设计、基建管理、运营维护和营销管理等全生命周期，提供一体化的信息化解决方案。除了信息化系统外，公司还为客户提供电力工程咨询、电力工程勘测设计、送变电工程建设总承包等相关配套服务。

◆云服务产品线逐步完善，全面覆盖公司三大业务板块。2014 年开始，公司云服务平台取得实质进展，该年度公司对外发布 ERP 平台，2015-2017 年，公司云产品线得到进一步完善，现已全面覆盖公司设计、基建管理、配售电三大业务线。公司将原设计社区（E 智联）、基建管理社区、配售电社区（“电+”）三大社区全部整合为“电+”智联服务云平台，该平台已于 2018 年 10 月 10 日在乌镇召开发布会正式上线运行。截至 2018 年 9 月 30 日，云服务平台的注册用户数约为 61,200 个（较年初增长 4.57%）。



### 投资建议：

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.72、0.96 和 1.29 元，对应 P/E 分别为 26.47、19.85 和 14.74 倍。目前 IT 服务行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 30.24 倍，考虑到公司在电网信息化市场长期耕耘，积累了丰富的行业经验和客户资源，同时电改推动售电公司兴起，售电侧信息化需求强劲，除此之外，公司积极打造云计算平台，平台用户量迅速增长，我们认为公司的估值仍有一定上升空间，因此首次覆盖给予其“增持”评级。

### 风险提示：

智能电网推进不及预期风险；国际市场拓展风险；市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	855.75	1208.68	1694.63	2329.82
增长率(%)	41.84%	41.24%	40.21%	37.48%
归母净利润（百万元）	192.24	289.73	386.26	520.09
增长率(%)	53.27%	50.71%	33.32%	34.65%
EPS（元）	0.478	0.720	0.960	1.293
毛利率	44.24%	42.02%	41.01%	40.96%
净资产收益率（摊薄）	12.39%	15.94%	17.78%	19.63%

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所



## 目 录

1 收入和利润快速增长，毛利率基本维持稳定.....	5
2 电网智能化持续推进，电力改革驱动配售电市场化进程.....	8
2.1 智能电网和配电网建设继续推进.....	8
2.2 电力体制改革取得重要突破.....	11
3 产品线完善，云化进程稳步推进.....	13
3.1 智能电网全生命周期一体化信息服务商.....	14
3.2 抓住电改契机，覆盖配售电全产业链.....	15
3.3 云服务平台产品线逐步完善，互联网服务转型进展顺利.....	17
盈利预测.....	19



## 图目录

图 1：恒华科技整体业务布局图 .....	5
图 2：恒华科技股权结构（截至 2018.9.30） .....	6
图 3：2018H1 公司分产品主营业务收入构成 .....	6
图 4：2018H1 公司分产品毛利润构成 .....	6
图 5：2013-2018Q3 公司营业收入及其增长情况 .....	7
图 6：2013-2018Q3 公司归母净利润及其增长情况 .....	7
图 7：2013-2017 年公司毛利率和费用率情况 .....	7
图 8：2013-2017 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况 .....	7
图 9：我国电网信息化发展阶段 .....	9
图 10：国家电网各业务指标情况 .....	10
图 11：“十三五”（2016-2020 年）期间国家电网建设各环节智能化投资额 .....	11
图 12：我国售电公司数量情况 .....	12
图 13：2018H1 全国和大型发电集团市场交易电量情况 .....	12
图 14：2018H1 各电网企业市场交易电量情况 .....	12
图 15：2018H1 各区域市场交易电量情况 .....	13
图 16：2018H1 大型集团分电源类型市场交易电量情况 .....	13
图 17：恒华科技主要产品和解决方案 .....	13
图 18：恒华科技智能电网全生命周期信息化解决方案 .....	14
图 19：恒华科技配售电解决方案 .....	16
图 20：恒华云服务平台系统架构 .....	18
图 21：恒华云服务平台注册用户数量情况 .....	18

## 表目录

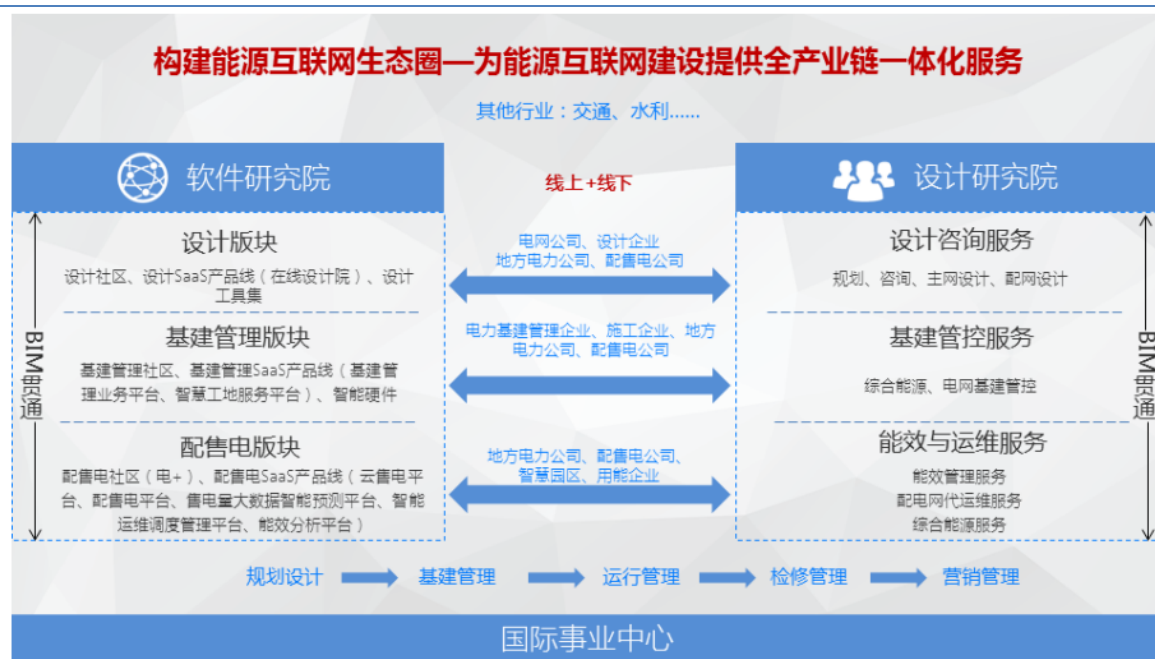
表 1：我国近年关于配电网、智能电网的相关政策 .....	8
表 2：国家电网和南方电网业务运行情况 .....	9
表 3：公司拥有的认证和资质情况 .....	14
表 4：公司智能电网产品和服务情况简介 .....	15
表 5：公司主要 SaaS 产品情况简介 .....	16
表 6：公司云服务业务进展情况 .....	17

## 1 收入和利润快速增长，毛利率基本维持稳定

公司创立于 2000 年 11 月，2014 年 1 月在深交所创业板上市。公司总部位于中关村科技园区西城园，属于国家火炬计划重点高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业。公司立足于电力行业，是一家面向智能电网的信息化服务供应商，为智能电网提供全生命周期的一体化、专业化咨询和信息化服务。

目前，国家越来越重视能源的高效利用，通过能源互联网的建设实现能源资源的优化配置以及多种能源的交换与共享。在此背景下，公司在业务领域布局上将逐步突破原有的智能电网信息化服务范围，也为行业用户提供综合能源解决方案，逐步转型升级为一家能源互联网综合服务供应商。公司业务组织结构包括软件研究院、设计研究院及国际事业中心（“两院一中心”），支撑公司设计、基建管理、配售电三大业务板块。

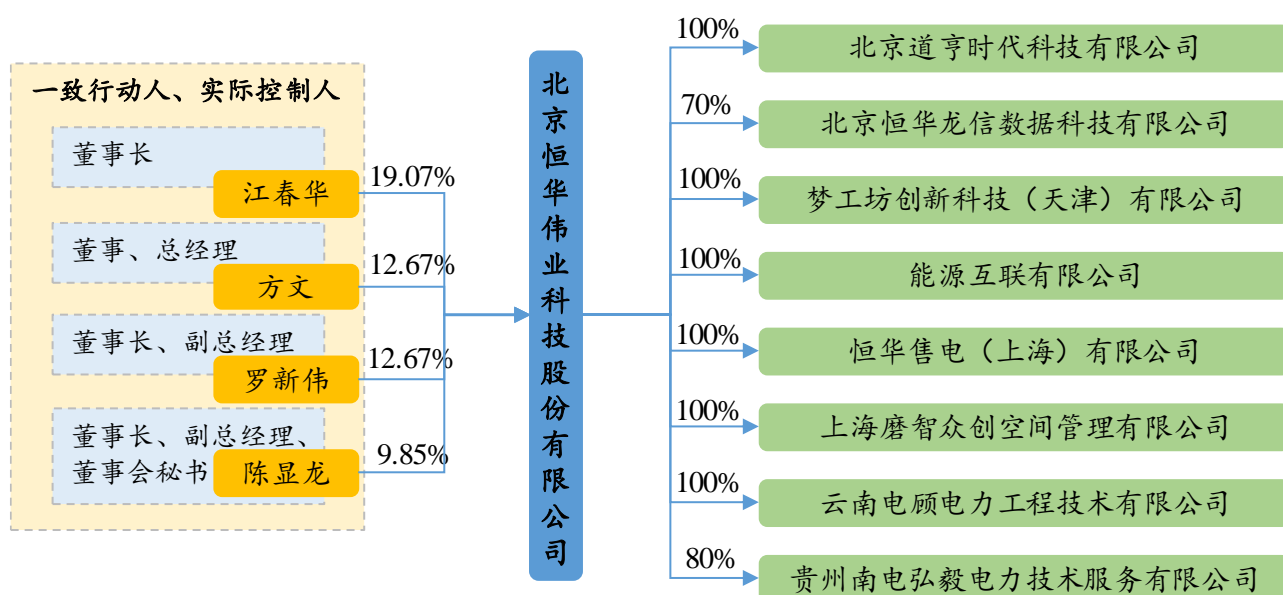
图 1：恒华科技整体业务布局图



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

截至 2018 年 9 月 30 日，公司董事长江春华先生持有公司 19.07% 的股份，董事、总经理方文先生持有公司 12.67% 的股份，董事、副总经理罗新伟持有公司 12.67% 的股份，董事、副总经理、董事会秘书陈显龙先生持有公司 9.85% 的股份，江春华、方文、罗新伟、陈显龙通过一致行动协议对公司实施实际控制，共同构成公司的实际控制人。

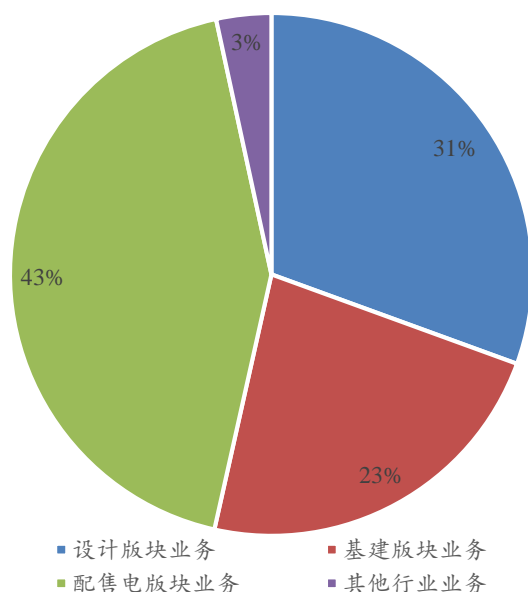
图 2：恒华科技股权结构（截至 2018.9.30）



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

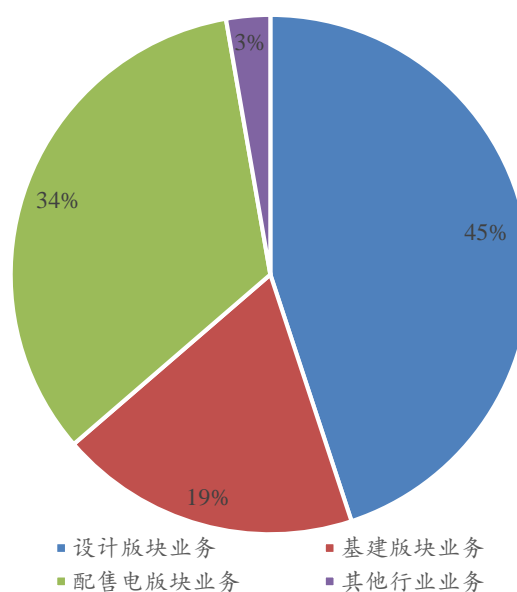
公司业务按产品类型可以划分为设计板块、基建板块、配售电板块、其他板块等类别，2018H1 收入占比分别为 31%、23%、43%、3%，毛利润占比分别为 45%、19%、34%、3%。

图 3：2018H1 公司分产品主营业务收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 4：2018H1 公司分产品毛利润构成

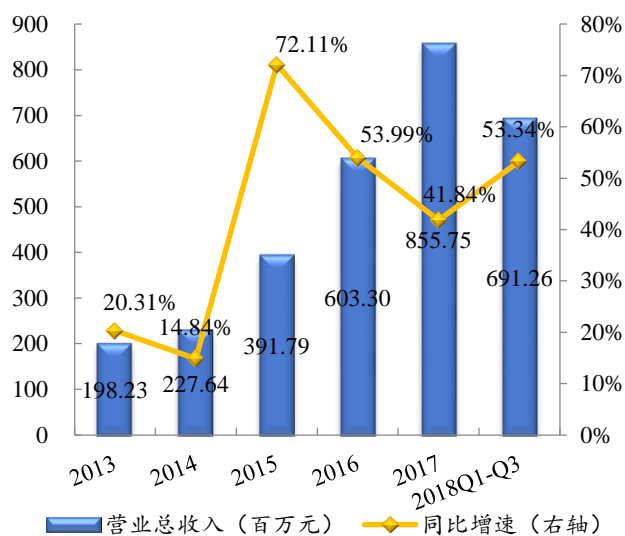


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

公司 2018 年前三季度营业收入为 6.91 亿元，同比增长 53.34%，归母净利润为 1.10 亿元，同比增长 53.75%。公司 2017 年营业收入为 8.56 亿元，同比增长 41.84%，归母净利润为 1.92 亿元，同比增长 53.26%，2013-2017 年营业收入 CAGR 为 44.14%，归母净利润 CAGR 为 34.07%。2013-2017 年间，公司毛利率维持稳定，2015-2017 年，公司费用率略有下滑，公司的 ROE、ROA、ROIC 各项指标 2014-2017 年逐步稳定，其

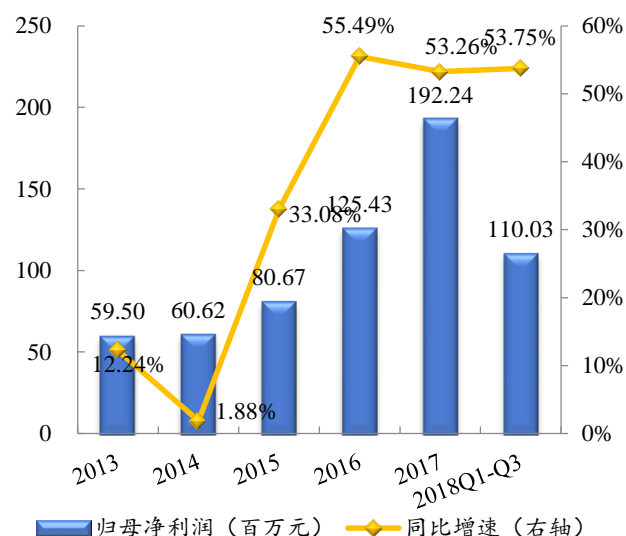
中 ROE 近两年有较大提升，主要原因是在原先资产负债率较低的情况下公司适当增加了负债。

图 5：2013-2018Q3 公司营业收入及其增长情况



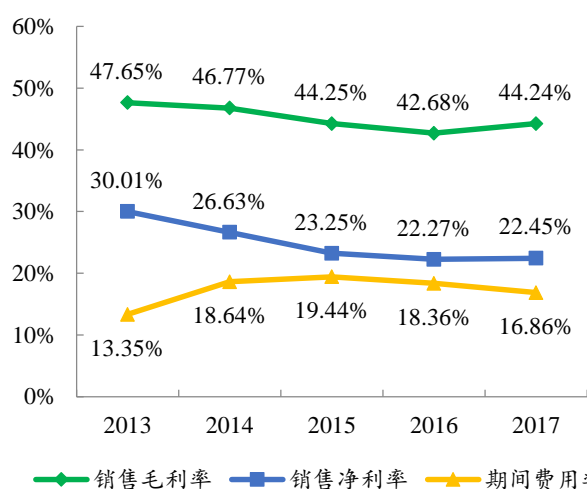
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 6：2013-2018Q3 公司归母净利润及其增长情况



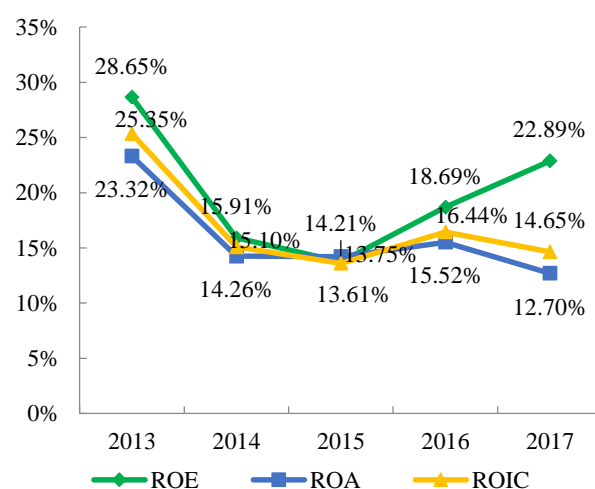
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7：2013-2017 年公司毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 8：2013-2017 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



## 2 电网智能化持续推进，电力改革驱动配售电市场化进程

### 2.1 智能电网和配电网建设继续推进

2016年12月，国家发展改革委、国家能源局正式发布《电力发展“十三五”规划（2016-2020）》，规划提出升级改造配电网，推进智能电网建设。在配电网建设方面要加强城镇配电网建设及实施新一轮农网改造升级工程；根据国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》，2015-2020年配电网建设改造投资不低于2万亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。

表 1：我国近年关于配电网、智能电网的相关政策

发布时间	部门	文件名	主要内容
2016.12	发改委、能源局	《电力发展“十三五”规划》	在智能电网和配电网建设方面，提出要升级改造配电网，推进智能电网建设，包括以下任务：1) 加强城镇配电网建设；2) 实施新一轮农网改造升级工程；3) 推进“互联网+”智能电网建设。
2016.12	发改委、能源局	《能源发展“十三五”规划》	提出积极推动“互联网+”智慧能源发展。加快推进能源全领域、全环节智慧化发展，实施能源生产和利用设施智能化改造，推进能源监测、能量计量、调度运行和管理智能化体系建设，提高能源发展可持续自适应能力。加快智能电网发展，积极推进智能变电站、智能调度系统建设，扩大智能电表等智能计量设施、智能信息系统、智能用能设施应用范围，提高电网与发电侧、需求侧交互响应能力。推进能源与信息、材料、生物等领域新技术深度融合。
2015.8	能源局	《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》	在智能化建设方面，提出：1) 要提高自动化水平，实现可观可控（包括加强配电自动化建设、加强配电通信网支撑、推进用电信息采集全覆盖等任务）；2) 推动智能互联，打造服务平台（包括支持新能源及多元化负荷接入、探索能源互联平台建设等任务）。
2015.8	发改委	《关于加快配电网建设改造的指导意见》	通过配电网建设改造，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升，有效提高供电可靠性；乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决，切实保障农业和民生用电。构建城乡统筹、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。
2015.7	发改委、能源局	《关于促进智能电网发展的指导意见》	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。

资料来源：各省政府官网、长城国瑞证券研究所

**电网信息化进入深化应用阶段。**我国电网信息化大致始于20世纪60年代，从生产过程自动化起步，然后向其他环节拓展，并逐步从单机、单项应用向网络化、整体性和综合性应用发展。进入21世纪以后，电网



企业信息化进入了深化应用阶段，信息化和主营业务的融合更加紧密，在信息化领导力、信息化基础、信息化应用与管理、信息化人力资源、信息安全等方面成绩显著。

图 9：我国电网信息化发展阶段



资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

**两网经营区业务量和经营线路长度保持较快增长，驱动信息化需求高企。**国家电网方面，2017年，国家电网已搭建110（66）千伏及以上输电线路长度98.7万公里、变电（换流）容量43.3千亿伏安、经营区内全社会用电量5.0万亿千瓦时、最高用电负荷8.3亿千瓦、装机13.8亿千瓦，较2010年分别增长66%、92%、49%、57%、85%；除此之外，截至2017年底，国家电网新能源并网容量达到2.80亿千瓦，车联网平台接入公司5.1万个、社会18.3万个充电桩。

南方电网方面，从2003年到2017年，售电量从2575亿千瓦时增长到8902亿千瓦时，年均增长9.3%；营业收入从1290亿元增长到4946亿元，年均增长10.1%；西电东送电量从267亿千瓦时增长到2028亿千瓦时，年均增长15.6%；全网110千伏及以上变电容量从2亿千伏安增长到9.6亿千伏安，线路长度从7.3万公里增长到22万公里，分别增长了3.8倍和2倍。

表 2：国家电网和南方电网业务运行情况

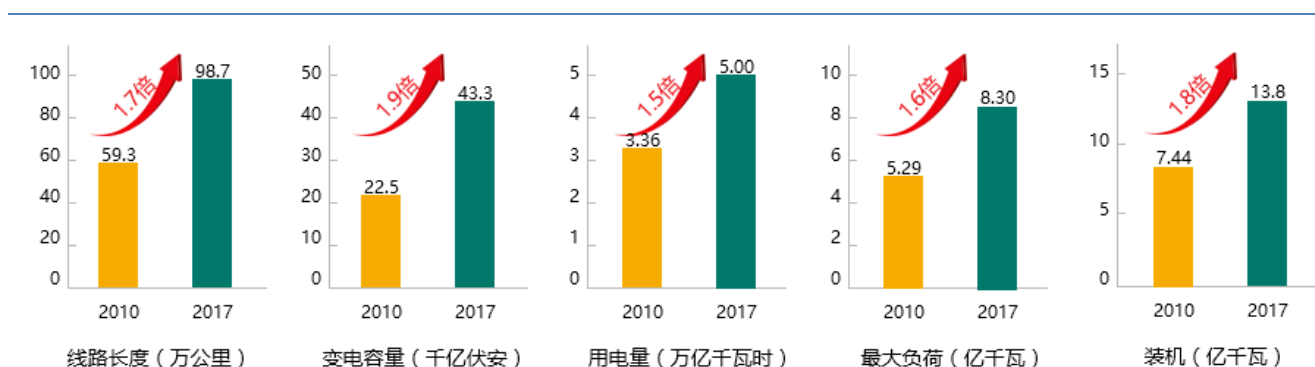
电网公司	领域	简介
国家电网	总体情况	2017年，国家电网经营区全社会用电量5.0万亿千瓦时，最高用电负荷8.3亿千瓦，装机13.8亿千瓦。截至2017年底，110（66）千伏及以上输电线路长度98.7万公里、变电（换流）容量43.3千亿伏安。
	智能电网	截至2017年年底，国家电网调度范围内新能源并网容量达到2.80亿千瓦，其中风电14539万千瓦、太阳能发电12083万千瓦，均居世界第一；车联网平台接入公司5.1万个、社会18.3万个充电桩，成为国内覆盖面最广、接入数量最多的开放智能充换电服务平台；智能电表累计安装超过4亿只，基本实现用电信息自动采集全覆盖。
	特高压	截至2017年年底，特高压建成“八交十直”、核准在建“三交一直”工程，建成和核准在建特高压工程线路长度达到3.2万公里、变电（换流）容量超过3.2亿千伏安（千瓦）。



	配电网	现有 6-20 千伏配电线路 369 万公里，其中：架空线路 308 万公里，电缆线路 61 万公里，配电变压器 440 万台、容量 12 亿千伏安，配电开关 401 万台。
南方电网	总体情况	南方电网覆盖五省区，并与香港、澳门以及东南亚国家的电网相联，供电面积 100 万平方公里，供电人口 2.52 亿人，供电客户 8497 万户。2017 年全网统调最高负荷 1.63 亿千瓦，增长 10.5%；全社会用电量 10733 亿千瓦时，增长 7.2%。 截至 2017 年底，全网总装机容量 3.1 亿千瓦(其中火电 1.5 亿千瓦、水电 1.2 亿千瓦、核电 1394 万千瓦、风电 1704 万千瓦，分别占 49.8%、37.5%、4.5%、5.5%)；110 千伏及以上变电容量 9.6 亿千伏安，输电线路总长度 22 万公里。
	特高压	目前西电东送已经形成“八条交流、十条直流”(500 千伏天广交流四回，贵广交流四回；±500 千伏天广直流、三广直流、金中直流各一回，溪洛渡送广东直流两回，贵广直流两回，±800 千伏云广特高压直流、糯扎渡送广东特高压直流、滇西北送电广东特高压直流各一回)18 条 500 千伏及以上大通道，送电规模超过 5000 万千瓦。

资料来源：国家电网官网、南方电网官网、长城国瑞证券研究所

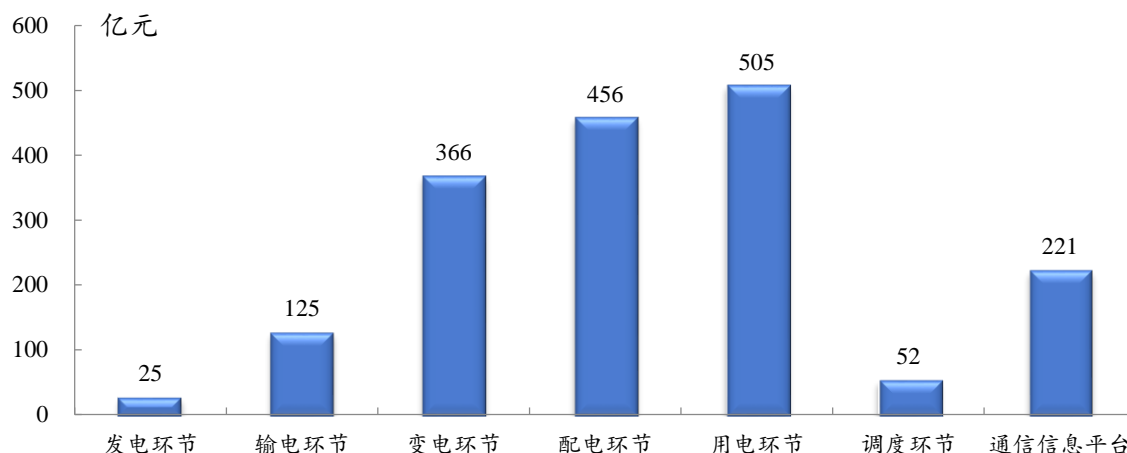
图 10：国家电网各业务指标情况



资料来源：国家电网官网、长城国瑞证券研究所

根据国家电网公司发布的《国家电网智能化规划总报告》（2010 年 3 月修订），2009-2020 年国家电网智能化投资为 3841 亿元。其中，第一阶段（2009-2010 年）是规划试点阶段，本阶段智能化投资为 341 亿元；第二阶段（2011-2015 年）是全面建设阶段，本阶段智能化投资为 1750 亿元；第三阶段（2016-2020 年）是引领提升阶段，本阶段智能化投资为 1750 亿元。根据国家电网公司发布的《2017 社会责任报告》，2017 年度，国家电网公司信息化投资为 53.24 亿元，同比增长 7.5%。

图 11：“十三五”（2016-2020 年）期间国家电网建设各环节智能化投资额



资料来源：《国家电网智能化规划总报告》、长城国瑞证券研究所

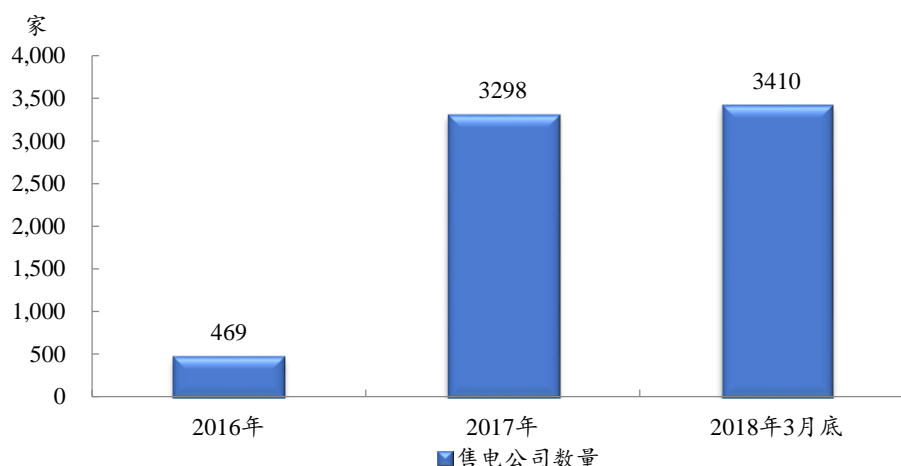
## 2.2 电力体制改革取得重要突破

2015 年 3 月，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）发布，提出要区分竞争性和垄断性环节，在发电侧和售电侧开展有效竞争，培育独立的市场主体，着力构建主体多元、竞争有序的电力交易格局，形成适应市场要求的电价机制，激发企业内在活力，使市场在资源配置中起决定性作用。

2018 年 10 月 9 日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报》，总结当前试点项目进展总体缓慢，并对第一批 106 个试点项目的相关情况进行了通报：截至 2018 年 9 月 13 日，已取得电力业务许可证的试点项目（20 个）；已开工建设的试点项目（18 个，不含存量配电项目）；尚未确定业主的试点项目（18 个）；已确定业主但尚未划定供电范围的试点项目（29 个）；无社会资本参与的试点项目（6 个，不含存量配电项目），明确要求第一批试点项目应于 2018 年 10 月底前确定项目业主并划定供电范围，2019 年 6 月底前建成投运，第二、三批试点项目应加快推进。按照该文件指示，当前三批共计 320 个增量配电业务改革试点预计将在 2019 年取得实质性进展。

截至 2017 年底，全国电力市场已初步建成，已揭牌北京、广州 2 个跨区域交易中心和 33 个省级电力交易中心；贵州、安徽、山东、浙江、辽宁等 30 个网省已核定输配电价；广东、广西、云南、河北、安徽、山西、山东、贵州、江西等省份均已开展包含售电公司参与的电力交易，各省交易体制逐步完善，并启动了 8 个地区电力现货市场建设试点。加快放开配售电业务，推出两批共 195 个增量配电业务试点，通过电力交易中心公示的售电公司共有 3000 余家，售电侧市场竞争机制初步建立。

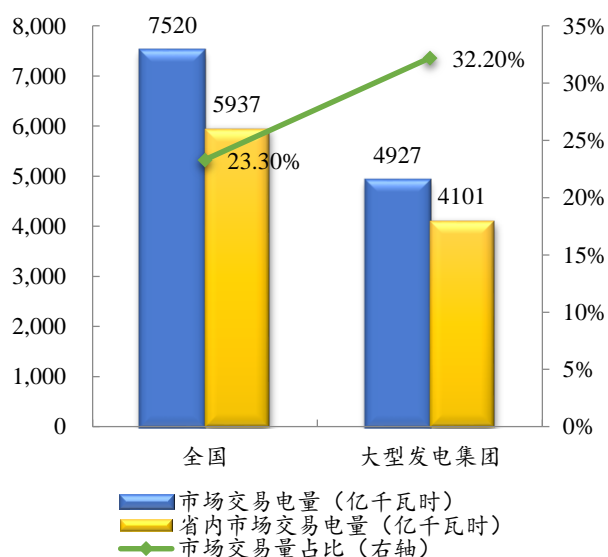
图 12：我国售电公司数量情况



资料来源：北极星售电网、长城国瑞证券研究所

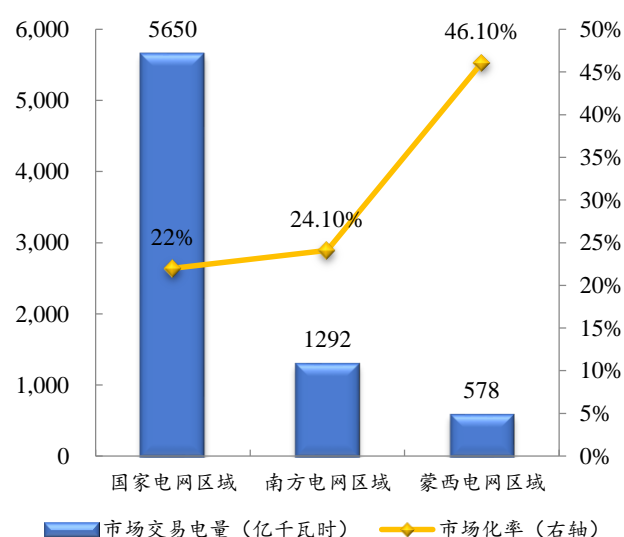
根据中电联数据，2018 年上半年，全国全社会用电量累计 32291 亿千瓦时，同比增长 9.43%，电网企业销售电量 26189 亿千瓦时，同比增长 10.99%。全国电力市场交易电量（含发电权交易电量）合计为 7520 亿千瓦时，市场交易电量占全社会用电量比重为 23.3%，占电网企业销售电量比重为 28.7%；大型发电集团（指参加中电联电力交易信息共享平台的 11 家中央及地方大型发电企业集团，不含神华集团）合计市场交易电量 4927 亿千瓦时（不含发电权交易），占大型发电集团上网电量的 32.2%。

图 13：2018H1 全国和大型发电集团市场交易电量情况



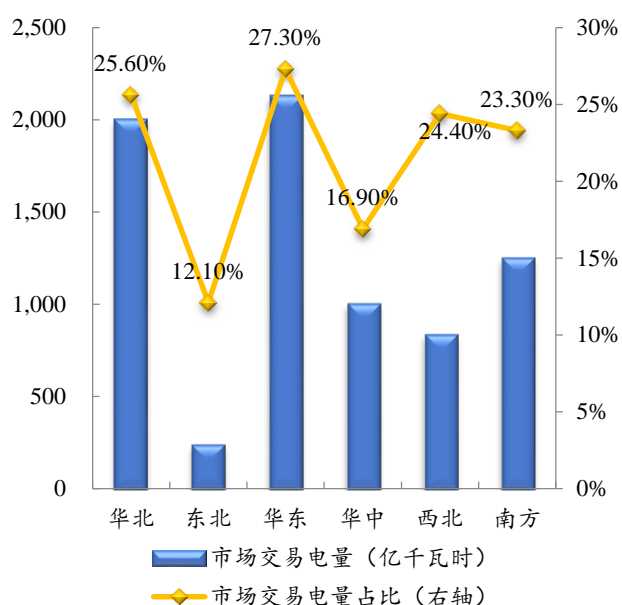
资料来源：中电联、长城国瑞证券研究所

图 14：2018H1 各电网企业市场交易电量情况



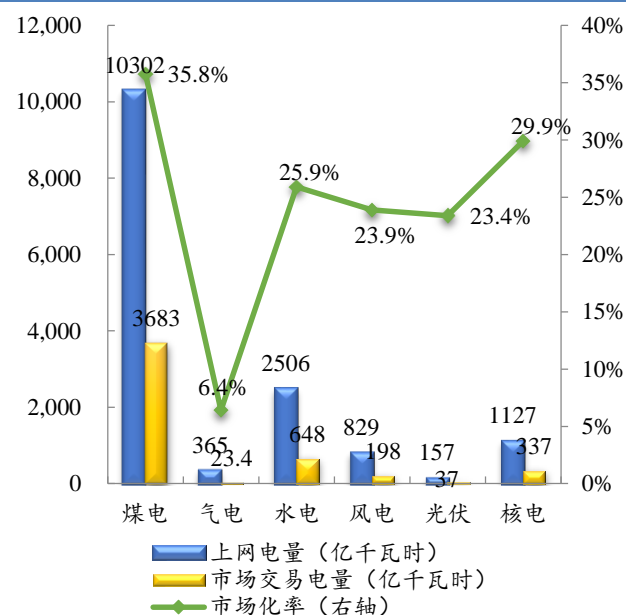
资料来源：中电联、长城国瑞证券研究所

图 15：2018H1 各区域市场交易电量情况



资料来源：中电联、长城国瑞证券研究所

图 16：2018H1 大型集团分电源类型市场交易电量情况

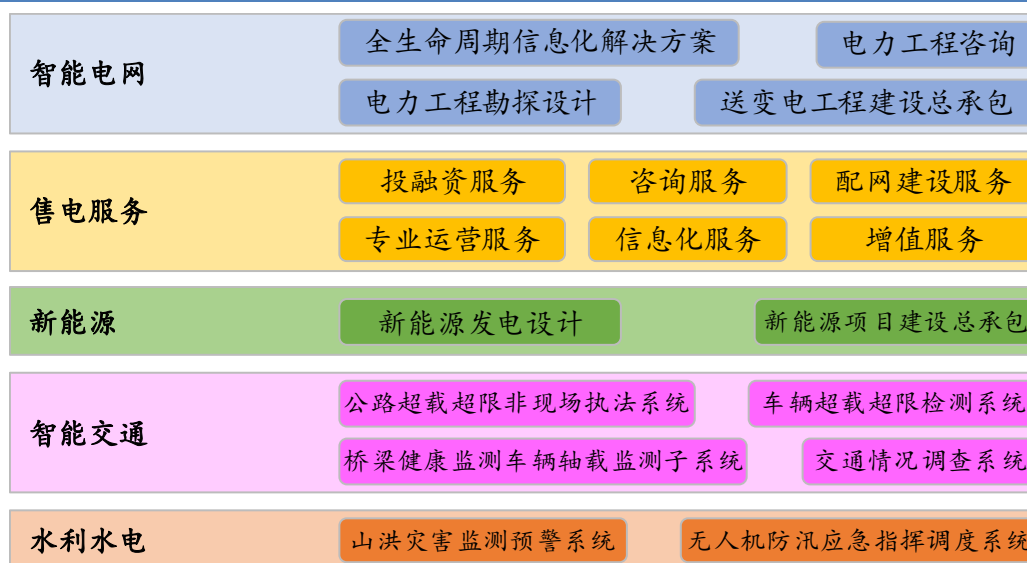


资料来源：中电联、长城国瑞证券研究所

### 3 产品线完善，云化进程稳步推进

专注电力行业，积极拓展智能交通、水利水电行业。公司主要产品和解决方案分布在智能电网、售电服务、新能源、智能交通、水利水电等领域，2017 年以前，公司收入全部来自于电力行业，2017 年公司在智能交通、水利水电行业进行了拓展，收入占比分别为 1.49%、0.99%。

图 17：恒华科技主要产品和解决方案



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究

资质完备，支撑业务正常运转。经过多年的积累，公司现已具备行业内齐备的资质认证体系，\范围覆盖



工程咨询、工程设计、建设施工以及信息化等相关领域，能够满足行业管理部门及客户对于公司提供主要产品和服务的要求，为公司各项业务正常进行提供保障的同时，也为公司在全国范围内向客户提供一体化、全方位的服务构造了较深的行业壁垒。

表 3：公司拥有的认证和资质情况

类别	主要认证/资质
主要认证	国家级高新技术企业认证、双软认证、ISO9001:2008 质量管理体系认证、ISO14001:2004 环境管理体系认证、GB/T28001-2011 职业健康安全管理体系认证、CMMI L3 认证
系统集成	计算机信息系统集成企业贰级资质
工程设计	工程设计电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级资质、工程设计电力行业（新能源发电、风力发电）乙级资质、工程设计水利行业（水库枢纽）专业丙级资质
测绘	测绘（互联网地图服务、工程测量、地理信息系统工程专业）甲级资质
工程勘察	工程勘察专业类（岩土工程（勘察））甲级资质、工程勘察劳务类（工程钻探）资质
工程咨询	工程咨询（水电、火电、新能源）专业丙级资质
其他资质	建筑业企业（输变电工程专业承包）叁级资质；承装（修、试）电力设施许可证；水资源调查评价资质；生产建设项目水土保持监测单位水平评价资质等

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

### 3.1 智能电网全生命周期一体化信息服务商

长期从事智能电网信息化服务，覆盖智能电网全生命周期。公司从成立时开始即面向电网提供信息化服务，在该领域已经近 20 年业务经验。公司基于公司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）等三大核心技术平台，针对电网的数据采集、规划设计、基建管理、运营维护和营销管理等全生命周期，提供一体化的信息化解决方案。除了信息化系统外，公司还为客户提供电力工程咨询、电力工程勘测设计、送变电工程建设总承包等相关配套服务。

图 18：恒华科技智能电网全生命周期信息化解决方案



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所



表 4：公司智能电网产品和服务情况简介

服务类别	产品/服务类别	涉及业务环节	具体产品/服务	服务客户
信息化解决方案	电网规划设计系列	电网的规划设计业务主要包括项目规划、前期可行性研究、初步设计及施工图设计等环节。	公司提供相关系列软件，包括：输电网数字化规划与设计系统、配网线路设计系统等。	电网设计与科研单位，如：国核电力规划设计研究院、国网北京经济技术研究院等。
	电网基建系列	电网基建工程业务主要包括职能管理和项目建设过程管理。	提供相关系列软件：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。	电网基建工程参建单位，如：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、北京网联直流工程技术有限公司等。
	电网运行系列	电网运行业务主要包括设备运行监控和电网调度等。	公司产品位于设备运行监控领域，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。	各电网公司及下属单位，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。
	电网检修系列	电网检修业务主要包括运行维护及检修和设备资产管理。	提供相关系列软件，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。	各电网公司下属运行检修单位，如：四川平昌供电有限责任公司、沁阳市电业综合公司等。
	电网营销系列	电网营销业务主要包括业扩报装、用电计量及客服支持等。	提供相关系列软件，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。	电网公司及其下属单位，如：青海省电力公司、山西省电力公司临汾供电分公司等。
电力工程咨询	电力规划和工程建设前期咨询主要包括规划咨询、项目建议书、项目可行性研究报告、项目申请报告，资金申请报告评估咨询，工程设计，工程项目管理咨询等。			山西地方电力公司、兴义市电力有限责任公司、北京市电力公司通州供电公司、内蒙古电力集团有限责任公司等。
电力工程勘测设计	业务范围涉及 30 余省，涵盖发电工程勘察设计、输变电工程勘察设计、充换电站（桩）设计等。具体包括：初步设计和施工图设计阶段的勘察、设计、概预算编制、编制设备材料招标技术规范书、编制施工招标工程量清单、编制竣工图文件、编制施工组织设计大纲、参加竣工验收等。			西安亮丽电力工程设计有限公司、济南鲁源电力设计咨询院有限公司、北京华晋中通电力工程设计有限公司山西分公司等
送变电工程建设总承包	提供专业化的电力建设工程总承包服务，涵盖规划、可研、设计、采购、施工的全过程。			兴义市电力有限责任公司等。

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

### 3.2 抓住电改契机，覆盖配售电全产业链

**抓住电改契机，率先覆盖配售电全产业链。**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，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，可有效支撑售电公司购电、售电、增值服务、客户服务以及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开展。

图 19：恒华科技配售电解决方案



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

**合资成立售电公司，培育利润新增长点。**公司自 2016 年起，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。公司作为配售电公司的股东，将凭借多年服务于智能电网信息化建设的技术、人才积累，以及自主研发的配售电一体化解决方案，开拓配售电业务，并逐步开展综合能源及能源互联网服务、大数据等增值服务，培育公司新的利润增长点。

截至 2018 年 6 月底，公司对外投资参股设立配售电公司共计四家，分别为：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。截至 2018 年 6 月底，四家配售电公司均已取得售电业务资质，“两证”申请工作也在有序推进过程中。其中，中山翠亨和咸阳经发两家配售电公司已取得部分收入；长沙振望方面，“望城经济技术开发区增量配电业务试点”已进入发改委、能源局公布的增量配电业务改革试点第三批第二批次名单中。

表 5：公司主要 SaaS 产品情况简介

公司名称	注册时间	注册资本	合作方	持股比例
贵阳高科大数据配售电有限公司	2016.11.9	21,000 万元	贵阳高科开发建设有限公司、贵州中能互联投资合伙企业（有限合伙）、北京方胜有成科技股份有限公司	20%
中山翠亨能源有限公司	2016.12.1	100,000 万元	中山翠亨投资有限公司、北京中能互联创业投资中心（有限合伙）、深圳市科陆售电有限公司	20%
咸阳经发能源有限公司	2017.1.19	20,000 万元	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（有限合伙）、陕西伯迪电力工程有限公司	25%
长沙振望配售电有限公司	2017.8.8	21,000 万元	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（有限合伙）	25%

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

### 3.3 云服务平台产品线逐步完善，互联网服务转型进展顺利

**云服务产品线逐步完善，全面覆盖公司三大业务板块。**2014 年开始，公司云服务平台取得实质进展，该年度公司对外发布 ERP 平台，2015-2017 年，公司云产品线进一步完善，现已全面覆盖公司设计、基建管理、配售电三大业务线。

公司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、工具等设施的统称为恒华云服务平台，该平台是公司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定做的云服务平台，建设云服务平台的主要目标是面向为广大行业用户提供专业的信息化产品和 SaaS 服务。恒华云服务平台基于恒华科技唐山云计算数据中心搭建，拥有大量基础设施资源，包括 PB 级存储、千核 CPU、TB 级内存、千兆带宽资源等，轻松满足海量用户。

公司在完善河北唐山数据中心建设的同时，继续实施非公开募投项目，其中包括贵州省云计算数据中心建设项目，该项目总投资 1.85 亿元（拟使用募投资金 8000 万元）。贵州省云计算数据中心集云计算基础设施、运维中心于一体，有助于提升恒华云服务平台的 IT 基础架构的管理水平，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，项目预计建设期为 2 年。

表 6：公司云服务业务进展情况

年份	主要活动
2014 年	对外发布小微 ERP 云平台（现已更名为“遥知”），该产品将引导小微型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，满足小微企业和创业团队信息化发展的需求，助力小微企业和创业团队的成长。
2015 年	公司研发的“恒华云服务平台”之核心产品“云服务商城”（已更名为“电+”平台）和“协同设计平台”、“在线教育平台”均正式上线。
2016 年	公司完成对已上线“电+”平台、“协同设计平台”、“在线教育平台”的版本迭代和功能升级，同时完成售电一体化平台云产品的研发并上线运行。
2017 年	在已上线的“协同设计平台”基础上研发升级为在线设计院 SaaS 产品；将“电+”打造为专业的配售电社区门户，服务配售电行业用户；云售电平台、配售电平台、售电量大数据智能预测平台上线运行。
2018 年	公司与中电联电力发展研究院合作建立专业的设计社区 E 智联于 2018 年 6 月上线试运行；智慧工地 SaaS 产品于 2018 年 6 月上线试运行；智能运维调度管理平台、能效分析平台于 2018 年 7 月上线试运行；将设计、基建管理、配售电三大社区全部整合为“电+”智联服务云平台。

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



图 20：恒华云服务平台系统架构



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究

公司云服务平台的核心部分于 2015 年推出，2016 年平台注册用户出现了显著增长，2016 年用户数是 2015 年的 5 倍；2017 年注册用户数量增速有所放缓（较 2016 年底增长 17.05%），但企业用户数量增长继续维持较高水平（同比增长 354.30%）。

公司将原设计社区（E 智联）、基建管理社区、配电社区（“电+”）三大社区全部整合为“电+”智联服务云平台，该平台已于 2018 年 10 月 10 日在乌镇召开发布会正式上线运行。截至 2018 年 9 月 30 日，云服务平台的注册用户数约为 61,200 个（较年初增长 4.57%），其中企业用户数约为 4,820 个（较年初增长 6.10%），个人注册用户数约为 56,380 个（较年初增长 4.44%）。

图 21：恒华云服务平台注册用户数量情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究



## 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	855.75	1208.68	1694.63	2329.82	货币资金	415.87	350.52	491.44	675.65
减:营业成本	477.16	700.74	999.72	1375.49	应收和预付款项	812.71	957.73	1342.81	1846.13
营业税金及附加	3.08	4.35	6.10	8.39	存货	89.23	184.95	206.21	331.97
营业费用	31.85	44.98	63.06	86.70	其他流动资产	450.79	432.52	432.52	432.52
管理费用	102.31	144.51	202.60	278.55	长期股权投资	83.37	83.37	83.37	83.37
财务费用	10.10	7.47	10.85	21.89	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	30.00	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	69.76	83.82	105.55	137.06
投资收益	-1.61	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	13.38	33.40	60.13	95.42
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	商誉	18.00	18.00	18.00	18.00
其他经营损益	10.55	10.55	10.55	10.55	其他非流动资产	81.70	73.79	85.78	94.19
营业利润	210.20	317.17	422.84	569.35	资产总计	2016.81	2218.09	2825.81	3714.31
其他非经营损益	0.24	0.00	0.00	0.00	短期借款	196.12	163.66	387.37	717.42
利润总额	210.45	317.17	422.84	569.35	应付和预收款项	266.94	234.92	264.64	346.03
所得税	18.32	27.61	36.80	49.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	192.13	289.56	386.03	519.79	其他负债	0.52	0.52	0.52	0.52
少数股东损益	-0.11	-0.17	-0.22	-0.30	负债合计	463.58	399.10	652.53	1063.97
归母净利润	192.24	289.73	386.26	520.09	股本	197.33	197.33	197.33	197.33
					资本公积	775.40	775.40	775.40	775.40
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	578.99	844.91	1199.43	1676.79
经营活动现金流	-40.13	151.80	83.61	84.44	归母股东权益	1551.71	1817.64	2172.15	2649.51
投资活动现金流	-548.90	-83.10	-129.51	-171.34	少数股东权益	1.52	1.35	1.13	0.83
融资活动现金流	736.49	-58.05	186.82	271.11	股东权益合计	1553.23	1818.99	2173.28	2650.34
现金流量净额	147.29	10.65	140.93	184.21	负债和股东权益	2016.81	2218.09	2825.81	3714.31

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。