

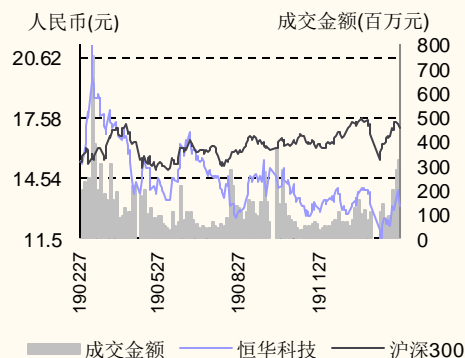
恒华科技 (300365.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.18 元
目标价格 (人民币): 20.00-20.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.06
已上市流通 A 股(亿股)	3.44
总市值(亿元)	79.85
年内股价最高最低(元)	13.95/11.50
沪深 300 指数	4073
创业板指	2181



相关报告

- 1.《恒华科技控制权转让点评-引入国有资本控股, 联手打造 BIM 全球...》, 2019.10.7
- 2.《恒华科技重大合同点评-配网 EPC 再下一城, 数字基建业务有望加...》, 2019.9.19
- 3.《恒华科技中报点评-Q2 利润改善明显, 毛利率大幅提升》, 2019.8.16

邓伟 分析师 SAC 执业编号: S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

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

云业务发展迅速, 价值有望重估

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.974	0.675	0.485	0.668	0.836
每股净资产(元)	7.86	4.52	5.14	5.98	7.10
每股经营性现金流(元)	-0.20	-0.08	0.57	0.73	0.71
市盈率(倍)	32.49	30.94	26.69	19.36	15.47
净利润增长率(%)	53.26%	41.30%	8.13%	37.85%	25.16%
净资产收益率(%)	12.39%	14.94%	14.21%	16.83%	17.76%
总股本(百万股)	197.33	402.16	605.84	605.84	605.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2019 年业绩快报, 营业收入和归母净利润分别为 11.23 亿、2.94 亿, 同比分别增长-5.13%、8.38%。

点评

- 公司业绩增长有所放缓和三费率提升有关。从三季报可以看出公司加大了市场开拓力度, 销售费用率和管理费用率都有不同程度提升, 其中 2020 年全年公司研发费用同比增加 2883 万元, 达到 1.02 亿元, 同比增长 39.3%, 研发费用率达到了 9.1%, 同比提升 2.9pct。同时 2019 年全年股份支付费用达到 3470 余万元, 同比增加了超过 1000 万元, 两项费用合计同比增加约 3900 万元, 占到 2018 年归母净利润的 14.3%, 客观影响了公司短期业绩增速。但公司总体业绩增速仍然明显快于营收增速, 主要源于公司毛利率提升, 主要系三维设计软件和相关服务毛利率大幅高于二维设计软件所致。
- 三维设计软件业务爆发式增长, 配售电版块业务进展相对迟缓, 基建 EPC 营收确认略下降。**设计版块:** 公司抓住国网去年以来持续推进输电、变配电各环节设计软件从二维向三维替代的机遇, 凭借扎实的底层数据平台技术以及销售资源的大力倾斜, 产品化的三维设计软件销售量持续大幅增加, 但存量二维软件需求下降, 整体来看设计版块营收和归母净利润保持持续增长趋势。**配售电版块:** 受电改进程影响, 业务进展相对缓慢, 营收同比略有降低, 但从国网八号文来看, 增量配电业务有望明显提速, 未来面向现货交易的配售电、云售电软件将给公司带来新的增长点。**基建管理版块:** 公司 2019 年新签兴义 EPC 项目 6.25 亿, 但基于风险管控和项目长周期执行, EPC 营收确认同比应有一定下滑, 但数字基建业务订单量整体有所提升, 总体来看公司在基建管理业务版块业务发展平稳。基建全过程数字化建设是能源互联网的重点方向, 公司凭借多年来 BIM、物联网、多媒体交互的领先技术和实地项目积累的经验, 未来将显著受益于基建数字化相关业务爆发。
- 云平台产品和服务增长可喜, 整体占营收 3 成以上。公司积极加大在云协同设计、云基建、等领域市场推进力度, 云平台产品和服务同比增长迅速, 2019 年预计营收达到 3.4 亿元以上, 市场有望重新评估公司云业务估值。

盈利预测和投资建议

- 由于公司配售电版块业务进展放缓且三费率提升明显, 调整 2019-2021 年归母净利润为 2.93 亿 (-19%)、4.05 亿 (-16%)、5.07 亿元 (-20%), 公司 20/21 年 PE 仅为 19x、15x, 明显低于版块其他公司估值, 给予买入评级。

风险提示

- 电网信息化投资不及预期; 公司应收账款大幅上升风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	603	856	1,184	1,128	1,312	1,624
增长率		41.8%	38.3%	-4.7%	16.3%	23.8%
主营业务成本	-346	-477	-672	-609	-685	-842
%销售收入	57.3%	55.8%	56.7%	54.0%	52.2%	51.9%
毛利	257	379	512	519	627	782
%销售收入	42.7%	44.2%	43.3%	46.0%	47.8%	48.1%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-4	-5
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-26	-32	-39	-37	-43	-53
%销售收入	4.2%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-83	-102	-78	-75	-85	-104
%销售收入	13.8%	12.0%	6.6%	6.7%	6.5%	6.4%
研发费用	0	0	-73	-95	-79	-97
%销售收入	0.0%	0.0%	6.2%	8.4%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	146	241	318	308	416	522
%销售收入	24.2%	28.2%	26.8%	27.3%	31.7%	32.2%
财务费用	-2	-10	-3	8	14	12
%销售收入	0.3%	1.2%	0.3%	-0.7%	-1.1%	-0.8%
资产减值损失	-11	-30	-29	-25	-26	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-2	7	21	25	29
%税前利润	1.5%	n.a	2.2%	6.5%	5.6%	5.2%
营业利润	135	210	299	322	444	556
营业利润率	22.4%	24.6%	25.2%	28.5%	33.8%	34.2%
营业外收支	11	0	0	1	1	1
税前利润	146	210	299	323	445	557
利润率	24.2%	24.6%	25.2%	28.6%	33.9%	34.3%
所得税	-12	-18	-27	-29	-40	-50
所得税率	7.9%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
净利润	134	192	272	294	406	508
少数股东损益	9	0	1	0	1	1
归属于母公司的净利润	125	192	272	294	405	507
净利率	20.8%	22.5%	22.9%	26.0%	30.9%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	134	192	272	294	406	508
少数股东损益	9	0	1	0	1	1
非现金支出	33	54	56	45	53	59
非经营收益	2	10	-7	-14	-27	-29
营运资金变动	-155	-296	-355	-97	-138	-252
经营活动现金净流	14	-40	-34	229	294	285
资本开支	-21	-28	-29	-27	-29	-32
投资	-28	-521	304	-40	-180	-215
其他	0	0	-341	21	25	29
投资活动现金净流	-49	-549	-66	-46	-184	-218
股权募资	5	738	81	36	33	43
债权募资	127	45	-1	-195	0	90
其他	-39	-47	-43	-87	-101	-103
筹资活动现金净流	93	736	37	-246	-67	29
现金净流量	58	147	-64	-64	43	97

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	268	416	708	644	687	784
应收账款	528	827	1,294	1,302	1,475	1,775
存货	58	89	141	114	126	157
其他流动资产	2	437	5	35	205	407
流动资产	856	1,769	2,148	2,095	2,494	3,122
%总资产	84.8%	87.7%	86.4%	85.6%	87.2%	89.0%
长期投资	49	138	221	231	241	256
固定资产	76	70	72	73	74	75
%总资产	7.5%	3.5%	2.9%	3.0%	2.6%	2.1%
无形资产	25	35	34	40	42	42
非流动资产	153	248	338	353	367	386
%总资产	15.2%	12.3%	13.6%	14.4%	12.8%	11.0%
资产总计	1,009	2,017	2,486	2,448	2,861	3,508
短期借款	147	196	195	0	0	90
应付款项	56	185	331	256	287	352
其他流动负债	54	82	137	121	164	206
流动负债	256	463	663	377	451	648
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	3	1	1	2
负债	258	464	665	378	453	650
普通股股东权益	729	1,552	1,818	2,067	2,405	2,854
其中：股本	176	197	402	402	402	402
未分配利润	357	518	724	938	1,242	1,648
少数股东权益	22	2	2	3	3	4
负债股东权益合计	1,009	2,017	2,486	2,448	2,861	3,508

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.713	0.974	0.675	0.485	0.668	0.836
每股净资产	4.146	7.864	4.521	5.140	5.980	7.096
每股经营现金净流	0.082	-0.203	-0.085	0.569	0.730	0.709
每股股利	0.200	0.140	1.650	0.200	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	17.20%	12.39%	14.94%	14.21%	16.83%	17.76%
总资产收益率	12.43%	9.53%	10.93%	12.00%	14.15%	14.44%
投入资本收益率	14.95%	12.60%	14.37%	13.56%	15.75%	16.14%
增长率						
主营业务收入增长率	53.99%	41.84%	38.35%	-4.72%	16.28%	23.80%
EBIT增长率	56.04%	65.60%	31.71%	-3.11%	35.20%	25.45%
净利润增长率	55.49%	53.26%	41.30%	8.13%	37.85%	25.16%
总资产增长率	39.57%	99.94%	23.26%	-1.53%	16.87%	22.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	230.3	264.7	266.0	320.0	315.0	310.0
存货周转天数	65.1	56.2	62.6	68.0	67.0	68.0
应付账款周转天数	19.3	37.0	69.8	80.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	45.8	29.8	22.1	23.7	20.7	16.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.14%	-14.15%	-28.16%	-31.13%	-28.53%	-24.28%
EBIT利息保障倍数	70.3	23.9	98.8	-40.6	-30.2	-42.6
资产负债率	25.54%	22.99%	26.77%	15.44%	15.82%	18.53%

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	11
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.15

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	2018-03-19	买入	39.11	48.50~48.50
2	2018-04-25	买入	21.00	24.20~24.20
3	2018-08-16	买入	20.85	N/A
4	2018-11-01	买入	20.63	N/A
5	2019-02-25	买入	21.34	35.50~35.50
6	2019-08-16	买入	14.63	21.30~21.30
7	2019-09-19	买入	14.37	21.30~21.30
8	2019-10-07	买入	15.04	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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