

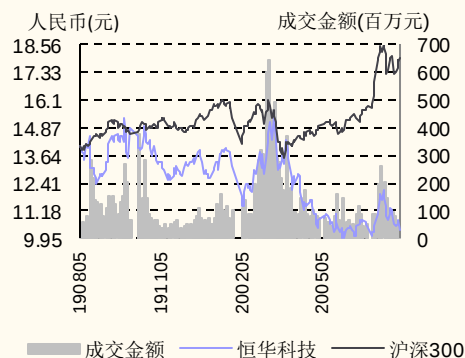
恒华科技 (300365.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.29 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.06
已上市流通 A 股(亿股)	3.48
总市值(亿元)	62.33
年内股价最高最低(元)	12.15/10.29
沪深 300 指数	4695
创业板指	2795



相关报告

1. 《年报快报点评-云业务发展迅速, 价值有望重估》, 2020.2.27
2. 《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
3. 《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
4. 《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

加快技术沉淀和云战略转型, 静待业绩回升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.675	0.487	0.607	0.784	1.014
每股净资产(元)	4.52	3.54	4.01	4.60	5.45
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.19	0.25	0.76	0.59
市盈率(倍)	30.94	26.57	16.94	13.12	10.14
净利润增长率(%)	41.30%	8.62%	24.69%	29.15%	29.31%
净资产收益率(%)	14.94%	13.77%	15.16%	17.04%	18.62%
总股本(百万股)	402.16	605.84	605.71	605.71	605.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年中报, 营业收入和归母净利润分别为 2.44 亿元、3435 万元, 同比分别增长-44.96%、-62.27%。

点评

- 受疫情和项目验收结算延期影响, 公司营收出现较大幅度下滑。受新冠叠加北京疫情反复的影响, 公司线下市场销售和现场服务进度受到较大影响 (销售费用 917 万, 同比下滑 57%), 项目验收和工程进度结算出现较大问题, 公司半年度合同履约成本达到 2.8 亿元, 同比去年增长 160%, 基于公司 40-50%毛利率, 相比去年同期增量成本 1.7 亿元对应约 3 亿元营收, 考虑到今年电网投资强度以及项目执行周期等因素, 这部分已投入成本但没结算的项目大多应在今年顺利交付验收, 所以 Q3-Q4 公司营收增速应有体现。受益于公司高毛利率的三维设计版块占比大幅提升, 上半年公司毛利率达到 53.4%, 同比去年提升近 10 个百分点。
- 三维设计软件业务势头继续向上, 配售电版块业务进展相对迟缓, 基建 EPC 施工进度受疫情影响较大。**设计版块:** 公司产品化三维设计软件和线下项目制三维设计软件服务, 以及在线设计院提供的三维设计技术服务持续增长, 公司设计版块营收达到 1.9 亿元, 同比增长 15.8%, 我们认为新一轮特高压建设有望使得。**配售电版块:** 受电改进程和疫情影响, 配售电信息化软件和配网运维等技术服务需求同比均有明显降低, 该板块营收仅 962 万元, 但体改八号文提倡支持的园区增量配电项目长期来看仍有良好发展前景。**基建管理版块:** 去年新签兴义 EPC 项目 6.25 亿, 上半年无营收确认, 但面向施工和基建管理企业基于 BIM 技术打造的智慧工地产品在多个特高压工程得以应用, 基于云平台打造的电力基建管控 SAAS 应用赋能传统基建管理方式发展前景广阔, 且交通、水利智慧基建将进一步拉高公司天花板。
- 加快云转型战略和技术沉淀练好内功。公司上半年云服务用户数 7.2 万, 半年增长 0.8 万, 公司联合中电联等机构通过云服务免费活动、公益课、发布会等方式大力推广云服务平台。此外公司积极攻关 BIM 图形引擎、可视化平台、GIS 地球等技术迭代工作, 并作为牵头单位参与多项行业标准制定。

盈利预测和投资建议

- 受北京疫情反复和项目验收和工程结算延期影响, 调整 2020-2022 年归母净利润为 3.68 亿 (-9%)、4.75 亿元 (-6%)、6.14 亿元, 公司三年 PE 仅为 17x、13x、10x, 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; 增量配网推进不及预期; 公司应收账款大幅上升

图表 1：公司 2019H 到 2020H 存货分类情况(元)

	2018H	2018	2019H	2019	2020H	2019 同比	2020H 同比
库存商品	3686785	7737860	23306451	2734731			
原材料					5711578		
建造合同形成的已完工未结算资产	18609259	4580000		41293899	277940892	-6%	160%
未完工项目成本	143137951	128990022	106723076	83782258			
合计	165433995	141307882	130029528	127810888	283652470	-10%	118%

来源：公司公告、国金证券研究所 2020 中报公司将建造合同形成的已完工未结算资产及未完工项目成本合并为合同履约成本。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	856	1,184	1,123	1,277	1,583	1,935
增长率		38.3%	-5.1%	13.7%	24.0%	22.2%
主营业务成本	-477	-672	-544	-611	-735	-876
%销售收入	55.8%	56.7%	48.5%	47.9%	46.4%	45.3%
毛利	379	512	579	665	848	1,059
%销售收入	44.2%	43.3%	51.5%	52.1%	53.6%	54.7%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-7	-9	-11
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-32	-39	-42	-33	-51	-63
%销售收入	3.7%	3.3%	3.7%	2.6%	3.3%	3.3%
管理费用	-102	-78	-86	-83	-116	-139
%销售收入	12.0%	6.6%	7.6%	6.5%	7.3%	7.2%
研发费用	0	-73	-102	-117	-144	-174
%销售收入	0.0%	6.2%	9.1%	9.2%	9.1%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	241	318	343	425	529	672
%销售收入	28.2%	26.8%	30.6%	33.3%	33.4%	34.7%
财务费用	-10	-3	-3	-4	1	6
%销售收入	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-30	-29	0	-39	-38	-39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	7	22	8	11	14
%税前利润	n.a	2.2%	6.6%	2.0%	2.1%	2.1%
营业利润	210	299	327	408	525	679
营业利润率	24.6%	25.2%	29.1%	32.0%	33.2%	35.1%
营业外收支	0	0	0	-1	1	1
税前利润	210	299	328	407	526	680
利润率	24.6%	25.2%	29.2%	31.9%	33.2%	35.2%
所得税	-18	-27	-32	-39	-50	-65
所得税率	8.7%	8.9%	9.8%	9.5%	9.5%	9.5%
净利润	192	272	295	368	476	615
少数股东损益	0	1	0	0	1	1
归属于母公司的净利润	192	272	295	368	475	614
净利率	22.5%	22.9%	26.3%	28.8%	30.0%	31.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	192	272	295	368	476	615
少数股东损益	0	1	0	0	1	1
非现金支出	54	56	22	58	61	67
非经营收益	10	-7	-15	8	0	-7
营运资金变动	-296	-355	-417	-281	-77	-317
经营活动现金净流	-40	-34	-114	153	459	358
资本开支	-28	-29	-20	-18	-28	-31
投资	-521	304	-339	42	-137	-130
其他	0	-341	373	8	11	14
投资活动现金净流	-549	-66	15	32	-154	-147
股权募资	738	81	23	37	38	49
债权募资	45	-1	29	7	-105	2
其他	-47	-43	-39	-136	-163	-160
筹资活动现金净流	736	37	13	-92	-230	-108
现金净流量	147	-64	-86	94	75	103

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	416	708	535	628	703	806
应收款项	827	1,294	1,723	1,875	2,050	2,414
存货	89	141	128	201	177	209
其他流动资产	437	5	102	32	153	264
流动资产	1,769	2,148	2,487	2,737	3,083	3,692
%总资产	87.7%	86.4%	88.2%	88.4%	89.0%	90.1%
长期投资	138	221	217	245	262	282
固定资产	70	72	68	65	68	72
%总资产	3.5%	2.9%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%
无形资产	35	34	33	35	36	37
非流动资产	248	338	331	358	381	406
%总资产	12.3%	13.6%	11.8%	11.6%	11.0%	9.9%
资产总计	2,017	2,486	2,819	3,095	3,464	4,098
短期借款	196	195	224	231	126	129
应付款项	185	331	279	277	341	400
其他流动负债	82	137	171	157	205	264
流动负债	463	663	674	665	672	793
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	3	0	0	0	0
负债	464	665	674	665	672	793
普通股股东权益	1,552	1,818	2,143	2,427	2,788	3,301
其中：股本	197	402	606	606	606	606
未分配利润	518	724	968	1,214	1,538	2,001
少数股东权益	2	2	2	3	4	5
负债股东权益合计	2,017	2,486	2,819	3,095	3,464	4,098

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.974	0.675	0.487	0.607	0.784	1.014
每股净资产	7.864	4.521	3.537	4.005	4.603	5.448
每股经营现金净流	-0.203	-0.085	-0.189	0.252	0.757	0.592
每股股利	0.200	0.140	1.600	0.200	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	12.39%	14.94%	13.77%	15.16%	17.04%	18.62%
总资产收益率	9.53%	10.93%	10.47%	11.89%	13.72%	14.99%
投入资本收益率	12.60%	14.37%	13.07%	14.45%	16.39%	17.70%
增长率						
主营业务收入增长率	41.84%	38.35%	-5.13%	13.69%	23.99%	22.21%
EBIT增长率	65.60%	31.71%	8.03%	23.71%	24.42%	27.09%
净利润增长率	53.26%	41.30%	8.62%	24.69%	29.15%	29.31%
总资产增长率	99.94%	23.26%	13.39%	9.80%	11.92%	18.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	264.7	266.0	376.8	450.0	395.0	385.0
存货周转天数	56.2	62.6	90.2	120.0	88.0	87.0
应付账款周转天数	37.0	69.8	109.5	80.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	29.8	22.1	22.1	18.5	15.8	13.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.15%	-28.16%	-19.15%	-16.33%	-20.66%	-20.50%
EBIT利息保障倍数	23.9	98.8	101.0	95.8	-1,010.5	-119.0
资产负债率	22.99%	26.77%	23.90%	21.50%	19.40%	19.35%

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：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	2018-08-16	买入	20.85	N/A
2	2018-11-01	买入	20.63	N/A
3	2019-02-25	买入	21.34	35.50~35.50
4	2019-08-16	买入	14.63	21.30~21.30
5	2019-09-19	买入	14.37	21.30~21.30
6	2019-10-07	买入	15.04	N/A
7	2020-02-27	买入	13.18	20.00~20.00

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