

恒华科技 (300365.SZ)

现金流仍有待改善, 拟变更实控人优化股东结构

核心观点:

● 三季报情况及数据分析

公司披露三季报, 前三季度实现营业收入 6.6 亿元, 同比下滑 4.59%, 实现归属母公司净利润 1.3 亿, 同比增长 17.78%, 扣非归母净利润 1.26 亿, 同比增长 15.25%。前三季营收出现小幅下滑, 我们分析与配售电板块业务增速下滑有关, 公司季节性较强, 全年看仍有改善空间。综合毛利率为 42.8%, 比上年同期提升 6.23 个百分点, 分析主要为当期低毛利 EPC 类业务收入占比下降有关。费用方面, 各项费用占收入比重整体小幅提升。期末应收账款为 12.63 亿, 公司应收账款持续增长的态势仍在延续, 后续需关注。前三季经营性现金流净额为-2.27 亿, 去年同期为-1.21 亿。

● 拟变更实控人优化股东结构, 现有业务有望跨领域横向扩展

公司于 2019 年 9 月 30 日发布公告, 拟通过转让股份的方式变更控股股东以及实际控制人, 中国交通信息中心将成为公司控股股东, 国务院国资委成为公司实际控制人。我们认为本次交易有助于优化公司股东结构, 同时中交集团在交通领域以及国际项目上的渠道优势, 也将帮助公司现有业务跨领域横向扩展。公司将 BIM 作为未来重点拓展领域, 我们认为 BIM 行业尚处于行业发展早期, 空间虽大但行业爆发尚需催化, 有底层技术竞争优势以及渠道资源优势的公司更易跑出。预计公司 2019 年 EPS 为 0.59 元/股, 按最新收盘价未来三年对应 PE 分别为 23、19、15 倍。公司作为电力信息化细分龙头, 目前已具备智能电网全生命周期信息服务解决能力, 目前正积极布局云端转型, 当前估值有一定提升空间, 维持此前合理价值 23.6 元/股, 维持“增持”评级。

● 风险提示

电网投资受政策影响较大; 电改进度不及预期; 云业务进展不及预期; 股权变更事宜尚需国资委审批; 业务板块增多带来的经营管理风险。

盈利预测:

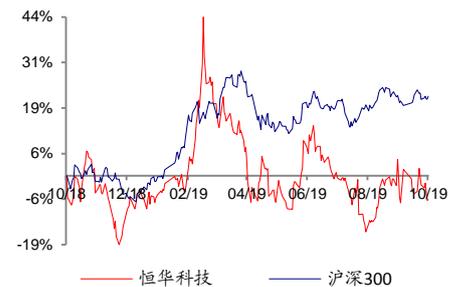
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	856	1,184	1,466	1,835	2,275
增长率(%)	41.8	38.3	23.8	25.2	24.0
EBITDA(百万元)	265	345	404	493	596
净利润(百万元)	192	272	358	449	547
增长率(%)	53.3	41.3	31.9	25.4	21.6
EPS(元/股)	0.97	0.68	0.59	0.74	0.90
市盈率(P/E)	32.49	30.94	23.34	18.62	15.31
市净率(P/B)	4.02	4.62	3.52	2.96	2.48
EV/EBITDA	22.72	22.85	18.28	14.64	11.67

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	13.81 元
合理价值	23.6 元
前次评级	增持
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

郑楠



SAC 执证号: S0260518010002



010-59136613



zhengnan@gf.com.cn

请注意, 郑楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

恒华科技(300365.SZ):配售 2019-08-15

电业务不及预期, 现金流仍有待改善

恒华科技(300365.SZ):项目 2019-04-26

延迟验收致一季度营收、利润短期波动

恒华科技(300365.SZ):配售 2019-03-22

电业务驱动营收增长, 云生态进一步完善

三季度数据及财务数据分析

公司披露2019年三季度报，前三季度实现营业收入6.6亿元，同比下滑4.59%，实现归属母公司净利润1.3亿，同比增长17.78%，扣除非经常损益后归母净利润1.26亿，同比增长15.25%。

主要财务数据分析：

- ✓ 前三季度营收出现小幅下滑，我们分析与配售电板块业务增速下滑有关，公司季节性较强，全年看仍有改善空间。
- ✓ 综合毛利率为42.8%，比上一年同期提升6.23个百分点，分析主要为当期低毛利EPC类业务收入占比下降有关。
- ✓ 费用方面，费用占收入比重整体比去年提升，其中销售费用率提升0.44个百分点，管理费用率提升0.24个百分点，研发费用占收入比重提升2.84个百分点。
- ✓ 期末应收账款为12.63亿，公司应收账款持续增长的态势仍在延续，后续需关注。
- ✓ 前三季经营性现金流净额为-2.27亿，去年同期为-1.21亿，现金流情况有所下滑，我们分析与大型项目客户未按期付款有关。
- ✓ 根据公司披露，在手的三个EPC项目本期均未确认收入。

表 1：近年三季度报财务数据（单位：百万元）

财报数据	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营业收入	292.14	450.81	691.26	659.55
营业成本	165.81	277.64	438.45	377.24
销售费用	17.20	23.17	27.48	29.09
管理费用	53.96	56.79	43.58	43.14
研发费用	0.00	0.00	49.88	66.34
财务费用	1.50	5.36	-5.12	3.91
投资净收益	0.00	-3.53	-4.23	17.99
营业利润	50.58	75.96	123.27	152.54
归属于母公司所有者的净利润	44.37	71.56	110.03	129.59
扣非后归属母公司股东的净利润	43.87	66.66	109.60	126.31
主要比率	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
毛利率	43.24%	38.41%	36.57%	42.80%
销售费用率	5.89%	5.14%	3.97%	4.41%
管理费用率	18.47%	12.60%	6.30%	6.54%
研发费用率	-	-	7.22%	10.06%
营业利润率	17.31%	16.85%	17.83%	23.13%
净利率	17.17%	15.99%	15.97%	19.62%

YOY	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营业收入	70.86%	54.31%	53.34%	-4.59%
归属于母公司所有者的净利润	59.69%	61.29%	53.75%	17.78%
扣非后归属母公司股东的净利润	128.77%	51.93%	64.42%	15.25%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入	160.65	306.54	224.07	492.66	106.89	336.89	215.77
营业成本	117.56	182.87	138.02	233.41	54.04	196.71	126.49
销售费用	6.76	11.30	9.41	11.13	9.99	10.70	8.40
管理费用	26.34	36.47	22.65	34.79	13.65	16.12	13.38
研发费用	0.00	0.00	8.00	23.52	17.77	22.01	26.55
财务费用	-3.93	-4.55	3.36	8.34	-0.36	3.26	1.01
投资净收益	-2.24	-1.26	0.00	10.75	-0.94	19.55	-0.62
营业利润	11.62	69.38	42.28	175.43	10.84	97.84	43.86
归母净利润	9.88	62.61	37.54	161.60	9.13	81.91	38.54
扣非净利润	9.98	62.16	37.45	153.24	9.21	79.96	37.10
主要比率	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
毛利率	26.82%	40.34%	38.41%	52.62%	49.44%	41.61%	41.38%
销售费用率	4.21%	3.69%	4.20%	2.26%	9.35%	3.18%	3.89%
管理费用率	16.40%	11.90%	10.11%	7.06%	12.77%	4.78%	6.20%
研发费用率	-	-	3.57%	4.77%	16.62%	6.53%	12.31%
营业利润率	7.23%	22.63%	18.87%	35.61%	10.14%	29.04%	20.32%
净利率	33.17%	24.62%	11.73%	45.13%	36.20%	6.69%	-33.40%
YoY	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入	60.29%	58.37%	42.70%	21.66%	-33.46%	9.90%	-3.70%
归母净利润	61.84%	50.89%	56.65%	33.91%	-7.61%	30.84%	2.68%
扣非净利润	298.97%	54.66%	56.30%	28.47%	-7.70%	28.64%	-0.95%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

电网投资受政策影响较大; 电改进度不及预期; 云业务进展不及预期; 股权变更事宜尚需国资委审批; 业务板块增多带来的经营管理风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,769	2,148	2,441	2,992	3,682	经营活动现金流	-40	-34	359	174	243
货币资金	416	708	976	1,157	1,405	净利润	192	272	359	451	548
应收及预付	813	1,270	1,290	1,615	2,002	折旧摊销	24	27	20	20	20
存货	89	141	146	185	230	营运资金变动	-296	-355	-44	-312	-341
其他流动资产	451	29	29	37	45	其它	40	21	24	16	16
非流动资产	248	338	418	398	378	投资活动现金流	-549	-66	-93	6	5
长期股权投资	83	81	81	81	81	资本支出	-28	-29	-100	0	0
固定资产	70	72	152	132	112	投资变动	-521	304	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	0	-341	7	6	5
无形资产	13	13	13	13	13	筹资活动现金流	736	35	2	0	0
其他长期资产	82	172	172	172	172	银行借款	45	-1	-195	0	0
资产总计	2,017	2,486	2,859	3,390	4,060	股权融资	738	81	201	0	0
流动负债	463	663	474	554	676	其他	-47	-45	-4	0	0
短期借款	196	195	0	0	0	现金净增加额	147	-65	268	181	249
应付及预收	83	201	176	223	278	期初现金余额	267	415	708	976	1,157
其他流动负债	184	267	297	331	398	期末现金余额	415	351	976	1,157	1,405
非流动负债	1	3	3	3	3						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1	3	3	3	3						
负债合计	464	665	476	557	679						
股本	197	402	606	606	606						
资本公积	789	688	685	685	685						
留存收益	579	811	1,170	1,619	2,166						
归属母公司股东权益	1,552	1,818	2,379	2,828	3,375						
少数股东权益	2	2	3	4	6						
负债和股东权益	2,017	2,486	2,859	3,390	4,060						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	856	1,184	1,466	1,835	2,275
营业成本	477	672	850	1,076	1,339
营业税金及附加	3	4	5	6	7
销售费用	32	39	45	55	71
管理费用	43	78	92	112	140
研发费用	59.02	73.40	89.43	113.76	141.03
财务费用	10.10	3.22	-21.80	-30.65	-34.24
资产减值损失	30.00	28.58	25.69	22.54	21.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.61	6.51	6.50	6.00	5.10
营业利润	210.39	298.70	394.20	494.33	601.25
营业外收支	0.05	0.22	0.22	0.25	0.27
利润总额	210	299	394	495	602
所得税	18	27	35	44	53
净利润	192	272	359	451	548
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	192	272	358	449	547
EBITDA	265.19	345.34	404.38	492.61	596.38
EPS (元)	0.97	0.68	0.59	0.74	0.90

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	41.8	38.3	23.8	25.2	24.0
营业利润增长	55.6	42.0	32.0	25.4	21.6
归母净利润增长	53.3	41.3	31.9	25.4	21.6
获利能力					
毛利率	44.2	43.3	42.0	41.4	41.1
净利率	22.5	23.0	24.5	24.6	24.1
ROE	12.4	14.9	15.1	15.9	16.2
ROIC	17.2	24.8	27.7	28.0	28.6
偿债能力					
资产负债率	23.0	26.8	16.7	16.4	16.7
净负债比率	9.7	7.9	0.0	0.0	0.0
流动比率	3.82	3.24	5.15	5.40	5.45
速动比率	3.62	3.02	4.84	5.05	5.10
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.53	0.55	0.59	0.61
应收账款周转率	1.33	1.14	1.14	1.14	1.14
存货周转率	6.49	5.83	5.83	5.83	5.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.97	0.68	0.59	0.74	0.90
每股经营现金流	-0.20	-0.08	0.59	0.29	0.40
每股净资产	7.86	4.52	3.93	4.67	5.57
估值比率					
P/E	32.49	30.94	23.34	18.62	15.31
P/B	4.02	4.62	3.52	2.96	2.48
EV/EBITDA	22.72	22.85	18.28	14.64	11.67

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从
事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6
年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。