

恒华科技 (300365.SZ)

全年业绩对赌为四季度高增长保驾护航，国资入股打开公司成长和估值空间

公司业务存在季节性，业绩对赌打消市场担忧，2019年第四季度有望实现40%以上高增长。根据2019年9月29日公司公告的与中国交通信息中心有限公司（以下简称“中交信息”）签订的协议，公司2019年业绩对赌为35,311.82万元，对应同比增速为30.00%，如果2019年需要完成这一业绩，那么2019年第四季度公司需要完成归母净利润22,108.56万元~23,758.96万元，对应2018年第四季度的同比增速为36.81%~47.02%，均值为41.91%，四季度高增长可期。此外，公司的收入和利润都存在一定的季节性，第四季度是公司收入和利润确认的高峰期，全年业绩具有更强的指导意义。

公司定位实现跨越式提升，成长和估值空间同时打开。国资背书，公司承接项目的能力大幅提升，公司的定位实现跨越式提升，从一家普通的电力领域信息化产品的龙头民营企业提升为国家BIM及基建信息化管理领域的国资控股平台。中交信息和中交集团将依托自身在海外的资源和经验积累强强合作助力公司出海。未来公司将深耕电力信息化，大力进军交通行业，此外水利也存在复制潜力。未来随着公司信息化软件和平台收入占比的持续提升，公司的估值水平也存在很大的提升空间。未来随着公司在交通等多个领域的拓展中不断输出自己的信息化软件以及平台，都将对公司的估值水平产生明显的拉动作用，而资本市场目前对公司收入中的部分EPC低毛利项目带来的估值锚定偏见有望得到改变。

我们预测公司2019-2021年分别实现营业收入14.3亿元、17.1亿元和20.4亿元，实现归母净利润3.53亿元、4.42亿元和5.69亿元，当前股价对应PE为24X、19X和15X，维持“买入”评级。

风险提示：电网投资进度不及预期；电改推动进度不及预期；应收账款坏账风险加剧；客户拓展不及预期；竞争加剧，产品竞争力下降；交通等行业拓展不及预期；与中交信息的合作以及股权转让出现终止；假设和测算可能存在误差。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	856	1,184	1,432	1,705	2,041
增长率 yoy (%)	41.8	38.3	20.9	19.1	19.7
归母净利润(百万元)	192	272	353	442	569
增长率 yoy (%)	53.3	41.3	30.1	25.2	28.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.32	0.45	0.58	0.73	0.94
净资产收益率(%)	12.4	15.0	17.1	17.8	18.9
P/E(倍)	44.3	31.3	24.1	19.2	15.0
P/B(倍)	5.5	4.7	4.0	3.4	2.8

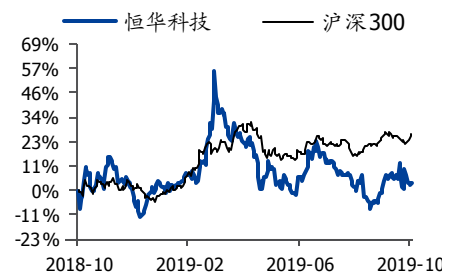
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	14.14
总市值(百万元)	8,566.56
总股本(百万股)	605.84
其中自由流通股(%)	56.70
30日日均成交量(百万股)	5.53

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨烨

执业证书编号：S0680519060002

邮箱：yangye@gszq.com

相关研究

- 《恒华科技(300365.SZ)：引入国资实现定位的跨越式提升，成长和估值空间同时打开》2019-09-30
- 《恒华科技(300365.SZ)：修内功，借外力，智能电网信息化领军昂首阔步》2019-08-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,769	2,148	2,658	3,181	3,881
现金	416	708	984	1,126	1,813
应收账款	777	949	1,026	1,247	1,155
其他应收款	18	0	22	4	27
预付账款	4	4	6	6	8
存货	89	141	192	270	301
其他流动资产	464	346	428	527	577
非流动资产	248	338	340	342	348
长期投资	83	81	78	74	70
固定投资	70	72	78	85	93
无形资产	13	13	13	14	14
其他非流动资产	82	172	171	170	170
资产总计	2,017	2,486	2,998	3,522	4,229
流动负债	463	663	769	860	974
短期借款	196	195	250	300	360
应付账款	74	183	124	246	188
其他流动负债	193	284	395	315	426
非流动负债	1	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	3	3	3	3
负债合计	464	665	772	863	977
少数股东权益	2	2	19	32	43
股本	197	402	606	606	606
资本公积	789	688	487	487	487
留存收益	579	811	1,133	1,526	2,023
归属母公司股东收益	1,552	1,818	2,207	2,627	3,208
负债和股东权益	2,017	2,486	2,998	3,522	4,229

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-40	-34	220	116	648
净利润	192	272	370	455	580
折旧摊销	24	27	12	14	15
财务费用	10	3	3	3	-2
投资损失	2	-7	-2	-4	-3
营运资金变动	-296	-355	-182	-339	40
其他经营现金流	29	24	19	-13	19
投资活动净现金流	-549	-66	-12	-11	-17
资本支出	28	29	6	6	9
长期投资	-521	303	3	4	4
其他投资现金流	-1,043	266	-3	-2	-4
筹资活动净现金流	736	35	26	-13	-5
短期借款	49	-1	55	50	60
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	21	205	204	0	0
资本公积增加	611	-101	-201	0	0
其他筹资现金流	54	-68	-32	-63	-65
现金净增加额	147	-64	276	142	687

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	856	1,184	1,432	1,705	2,041
营业成本	477	672	766	924	1,085
营业税金及附加	3	4	5	5	7
营业费用	32	39	46	55	66
管理费用	102	78	181	193	214
财务费用	10	3	3	3	-2
资产减值损失	30	29	29	34	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	7	2	4	3
营业利润	210	299	404	495	635
营业外收入	1	0	7	5	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	210	299	411	499	638
所得税	18	27	40	44	58
净利润	192	272	370	455	580
少数股东收益	-0	1	17	13	11
归属母公司净利润	192	272	353	442	569
EBITDA	234	317	411	498	629
EPS (元/股)	0.32	0.45	0.58	0.73	0.94

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	41.8	38.3	20.9	19.1	19.7
营业利润 (%)	55.4	42.1	35.2	22.5	28.3
归属母公司净利润 (%)	53.3	41.3	30.1	25.2	28.6
盈利能力					
毛利率 (%)	44.2	43.3	46.5	45.8	46.8
净利率 (%)	22.5	22.9	24.7	25.9	27.9
ROE (%)	12.4	15.0	17.1	17.8	18.9
ROIC (%)	11.0	13.1	15.0	15.6	16.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.0	26.8	25.8	24.5	23.1
净负债比率 (%)	-14.1	-28.2	-33.9	-32.3	-47.3
流动比率	3.8	3.2	3.5	3.7	4.0
速动比率	3.6	3.0	3.2	3.4	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.53	0.52	0.52	0.53
应收账款周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7
应付账款周转率	9.9	5.2	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.45	0.58	0.73	0.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	-0.17	0.43	0.27	1.17
每股净资产 (最新摊薄)	2.56	3.00	3.54	4.17	5.00
估值指标 (倍)					
P/E	44.3	31.3	24.1	19.2	15.0
P/B	5.5	4.7	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	35.5	25.2	19.0	15.5	11.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

全年业绩对赌为四季度高增长保驾护航，国资入股打开公司成长和估值空间	4
全年业绩对赌为四季度高增长保驾护航.....	4
公司定位实现跨越式提升，成长和估值空间同时打开.....	4
风险提示	5

图表目录

图表 1: 公司收入呈现季节性 (2016-2018)	4
图表 2: 公司归母净利润呈现季节性 (2016-2018)	4

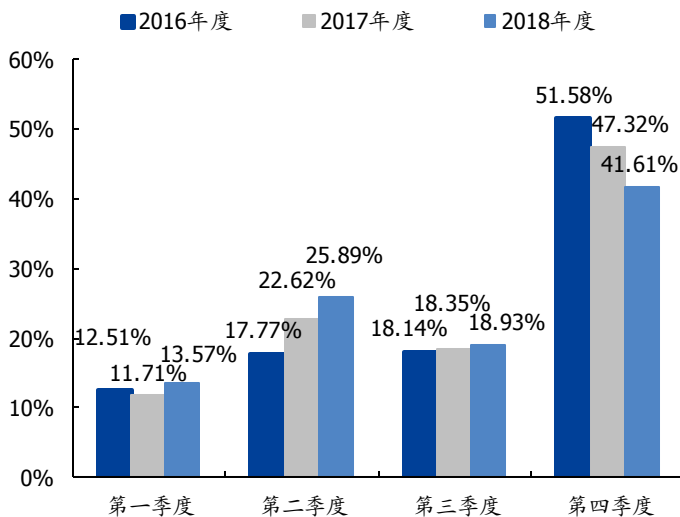
全年业绩对赌为四季度高增长保驾护航，国资入股打开公司成长和估值空间

全年业绩对赌为四季度高增长保驾护航

2019年10月14日晚，公司发布2019年前三季度业绩预告，实现归母净利润11,552.86万元~13,203.26万元，同比增长5%~20%。第三季度实现归母净利润2,448.53万元~4,098.93万元，同比变化-34.77%~9.19%。

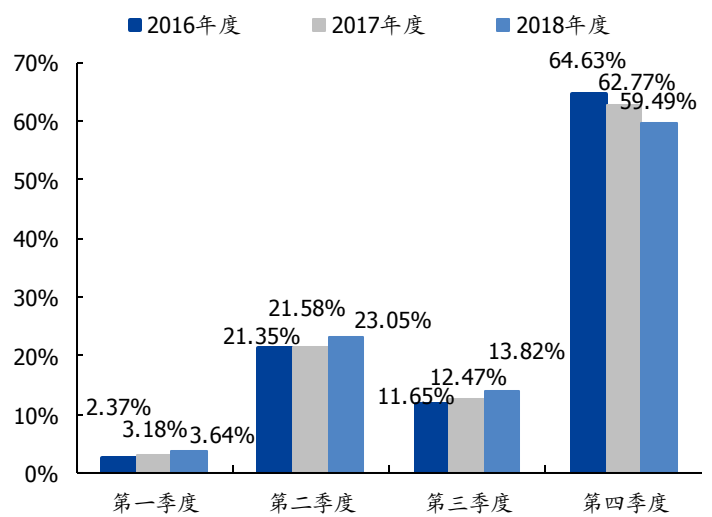
公司业务存在季节性，业绩对赌打消市场担忧，2019年第四季度有望实现40%以上高增长。根据2019年9月29日公司公告的与中国交通信息中心有限公司(以下简称“中交信息”)签订的协议，公司2019年业绩对赌为35,311.82万元，对应同比增速为30.00%，如果2019年需要完成这一业绩，那么2019年第四季度公司需要完成归母净利润22,108.56万元~23,758.96万元，对应2018年第四季度的同比增速为36.81%~47.02%，均值为41.91%，四季度高增长可期。此外，公司的收入和利润都存在一定的季节性，第四季度是公司收入和利润确认的高峰期，全年业绩具有更强的指导意义。

图表 1: 公司收入呈现季节性 (2016-2018)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润呈现季节性 (2016-2018)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司定位实现跨越式提升，成长和估值空间同时打开

国资背书，公司承接项目的能力大幅提升，公司的定位实现跨越式提升。本次交易完成后，中交信息将成为公司的控股股东，国务院国资委成为公司实际控制人。公司未来承接大型项目的能力将进一步提升，国资的背书将大大提升公司的资信能力和抗风险能力，应收账款的回款能力有望提升，融资利率有望明显下行，区域优势和资源拓展能力可能出现明显提升(例如公司前期多个EPC项目均集中在四川省兴义市，使得资本市场对公司的大型项目资源覆盖和拓展能力产生一定质疑(此处不单指EPC项目))，并将打开海外市场，未来市场对公司的多重担忧将逐渐消除。恒华科技未来将会被逐步打造为BIM及基建管理信息化领域技术研发和实施的自主可控平台(面向电力、交通、水利等多领域的BIM)以及电力能源信息化及相关业务承接平台，公司的定位出现大幅提升，从一

家普通的电力领域信息化产品的龙头民营企业提升为国家 BIM 及基建信息化管理领域的国资控股平台。

中交信息和中交集团强强助力公司出海。中交信息和中交集团将发挥自身在海外的资源和经验，尤其在“一带一路”沿线国家协助公司拓展海外业务（恒华科技之前主要在非洲的卢旺达成立了全资子公司以职业教育为切入点，培养本地化人才，2018年海外收入占总收入的比例仅为0.46%）。同时未来将可能为公司嫁接行业国际优势资源和国际机构，对标国家巨头（如 Bentley、达索、Power Line Systems 等，其中 Bentley 在变电设计软件方面具有很好的全球市场卡位，而 Power Line Systems 是线路设计的行业标准 PLS-CADD、PLS-POLE 以及 TOWER 的制定者），助力公司成为 BIM 的国际知名企业，成为智慧基建全生命周期技术的引领者，行业标准的参与者（如对标 Power Line Systems）。

深耕电力信息化，大力进军交通行业，水利存复制潜力，未来公司信息化收入占比的提升将直接提升公司的估值水平。公司 2018 年交通与水利行业的收入为 4,959 万元，占比 4.19%，2019 年半年报这一比例约为 3.49%，两个行业的收入占比依然很低，电力依然是目前公司的核心重点领域。借助本次合作和股份转让，依托中交信息及其一致行动人在交通领域的资源积累，恒华科技的 BIM 技术将开始向交通领域拓展，逐步打造为 BIM 及基建管理信息化领域技术研发和实施的自主可控平台（面向电力、交通、水利等多领域的 BIM）以及电力能源信息化及相关业务承接平台，公司的定位也将出现大幅的提升，从一家普通的电力领域信息化产品的民营企业提升为国家 BIM 及基建信息化管理领域的国资控股平台。此外，公司的微信公众号于 2019 年 8 月 25 日发文宣布与中国中铁达成战略合作，赋能特大型工程企业集团智能建造与智慧运营，也从侧面提前验证了公司的 BIM 产品向交通领域拓展具有很好的前期技术产品基础，本次与中交信息的合作以及股权转让可以看做公司在产业卡位优势的二次验证。未来随着公司在交通等多个领域的拓展中不断输出自己的信息化软件以及平台，都将对公司的估值水平产生明显的拉动作用，而资本市场目前对公司收入中的部分 EPC 低毛利项目带来的估值锚定偏见有望得到改变（对利润的贡献其实很低）。

风险提示

电网投资进度不及预期：虽然特高压建设目前呈现 U 型曲线，建设力度加大，配电网建设逐步成为电网建设的重点领域，但是未来依然存在项目资金不到位、电网投资进度不及预期的风险。

电改推动进度不及预期：电改涉及国家能源管理部门、发电企业、电网企业、电力用户以及地方政府多个主体，牵扯利益错综复杂，虽然目前国家推动电改的决心非常坚决，未来依然存在电改推动受阻，进度不及预期的风险。

应收账款坏账风险加剧：公司的应收账款客户主要是电网公司及电网相关企业，这类客户实力雄厚，信誉良好，从历史上看应收账款的回收情况良好，但是依然存在未来应收账款无法顺利收回、坏账快速增加的风险。

客户拓展不及预期：公司在电力行业深耕多年，并通过入股四川能投为进一步深挖四川能源市场资源打下了基础，但是电力行业区域性竞争态势明显，未来依然存在客户拓展不及预期的可能。

竞争加剧，产品竞争力下降：新一轮电改激发了市场参与者的活力，陆续有多个公司推出了配售电、电网设计产品，如果公司未来不能持续迭代研发新产品，打造产品核心竞

争力，仍然存在产品竞争力下降的风险。

交通等行业拓展不及预期：虽然公司目前在电力领域有很好的布局和卡位，在交通等其他领域也实现了一定的业务拓展，同时也和行业内的大型企业签订了战略合作协议，但是未来依然出现向电力之外的其他行业拓展不及预期的风险。

与中交信息的合作以及股权转让出现终止：本次交易未来还需要国资委、国家市场监督管理总局、深圳证券交易所等多个审查和审核，本次交易能否最终实施完成及实施结果尚存在不确定性，依然存在后续推进过程中出现不及预期甚至终止的风险。

假设和测算可能存在误差：报告的假设和测算基于一定的前提条件，数据和最终的真实情况可能存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com