资源与环境研究中心

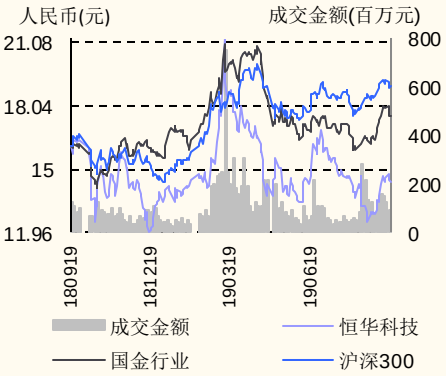
恒华科技 (300365.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：14.37 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	343.52
总市值(百万元)	8,705.91
年内股价最高最低(元)	14.75/12.49
沪深 300 指数	3910.08



相关报告

1.《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
2.《恒华科技深度报告-三维设计软件市场规模显著扩大，电网投资和电...》，2019.2.25
3.《恒华科技点评报告-业绩保持高增长，云服务体系逐步完善》，2018.11.1

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

配网 EPC 再下一城，数字基建业务有望加快

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	0.608	0.818	1.078
每股净资产(元)	7.86	4.52	5.34	6.43	7.94
每股经营性现金流(元)	-0.20	-0.08	0.46	0.85	0.77
市盈率(倍)	32.49	30.94	23.64	17.58	13.33
净利润增长率(%)	53.26%	41.30%	35.61%	34.47%	31.82%
净资产收益率(%)	12.39%	14.94%	17.14%	19.16%	20.46%
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

- 公司发布兴义市 2019 年 10kV 及以下城市配电网建设与改造项目 EPC 预中标公告，预中标金额 6.25 亿。

经营分析

- **预中标金额占 2018 年营收 52.8%，对中期业绩提振明显。**公司一直以来深度参与兴义市增量配电业务试点项目，2016 年和 2018 年分别中标了兴义城网改造项目 5.5 亿、1.8 亿合同，截止 2019 年中报两项目待确认营收为 1.7 亿元。本次 EPC 合同包含变电工程、线路工程、自动化与中低压配套等多领域，除 EPC 本身利润贡献以外，还将有望给设计技术服务、基建软件、配售电相关软件服务带来相关订单。该项目工期两年，假设在 2020-2021 年执行完毕，平均每年将给公司带来营收约 2.76 亿，净利润 3000 万左右，对中期业绩增速将产生较为积极的作用。
- **Q4 大规模泛在电力物联网招标启动将利好公司数字基建业务订单兑现和版块估值提升。**基建全过程数字化管理平台建设是泛在电力物联网首批 27 项重点建设项目之一，公司多年来不断加大物联网技术、BIM 技术、多媒体交互技术研发积累，通过兴义等大型 EPC 项目的实际实施经验，已在智慧建设、工程现场智能管控领域取得技术领先地位。Q4 泛在电力物联网大规模招标将重启，将为公司基建数字化相关业务带来较大规模体量增量订单，同时也有望提升泛在电力物联网受益公司估值水平。
- **泛在电力物联网有望提升三维设计软件云化进程。**泛在物联网理念强调数据的可获取性、完整性，三维设计软件从设计侧开始，就最大限度将线路、杆塔、变电站等设备的全貌数据完整展示，更大的数据量利于更精准地执行施工、运营、维护等后续阶段，而基于云平台打造的云设计三维软件又适合多方协作设计和数据共享。所以我们认为，泛在电力物联网的深入推进，不仅仅会极大提升三维设计软件覆盖率，还有望加速设计软件云化进程。

盈利预测和投资建议

- 预计 2018-2020 年归母净利润为 3.68 亿、4.95 亿、6.54 亿元，鉴于各业务仍处于扩张阶段且即将正式落地的泛在电力物联网将给公司带来新的发展机遇，给予目标价 21.3 元，买入评级。

风险提示

- 电网信息化投资不及预期；电改不及预期；公司应收账款大幅上升风险

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管资投富国海上供仅告报此

此报告仅供上海国富投资管理有限公司使用

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**	**1,354**	**1,738**	**2,305**
增长率		41.8%	38.3%	14.4%	28.4%	32.6%
主营业务成本	-346	-477	-672	-725	-916	-1,216
%销售收入	57.3%	55.8%	56.7%	53.5%	52.7%	52.8%
毛利	257	379	512	629	822	1,088
%销售收入	42.7%	44.2%	43.3%	46.5%	47.3%	47.2%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-6	-7
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-26	-32	-39	-45	-56	-75
%销售收入	4.2%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-83	-102	-78	-89	-113	-148
%销售收入	13.8%	12.0%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%
研发费用	0	0	-73	-81	-104	-138
%销售收入	0.0%	0.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润（EBIT）	146	241	318	410	543	720
%销售收入	24.2%	28.2%	26.8%	30.2%	31.2%	31.3%
财务费用	-2	-10	-3	4	5	-2
%销售收入	0.3%	1.2%	0.3%	-0.3%	-0.3%	0.1%
资产减值损失	-11	-30	-29	-28	-31	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-2	7	8	12	16
%税前利润	1.5%	n.a	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%
营业利润	135	210	299	404	543	716
营业利润率	22.4%	24.6%	25.2%	29.8%	31.3%	31.1%
营业外收支	11	0	0	1	1	1
税前利润	146	210	299	405	544	718
利润率	24.2%	24.6%	25.2%	29.9%	31.3%	31.1%
所得税	-12	-18	-27	-36	-48	-64
所得税率	7.9%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
净利润	134	192	272	369	496	654
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**	**368**	**495**	**653**
净利率	20.8%	22.5%	22.9%	27.2%	28.5%	28.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	134	192	272	369	496	654
少数股东损益	9	0	1	0	1	1
非现金支出	33	54	56	48	58	70
非经营收益	2	10	-7	4	-2	3
营运资金变动	-155	-296	-355	-237	-211	-416
经营活动现金净流	**14**	**-40**	**-34**	**183**	**340**	**311**
资本开支	-21	-28	-29	-27	-29	-32
投资	-28	-521	304	-40	-180	-215
其他	0	0	-341	8	12	16
投资活动现金净流	**-49**	**-549**	**-66**	**-59**	**-197**	**-231**
股权募资	5	738	81	43	41	54
债权募资	127	45	-1	-64	97	232
其他	-39	-47	-43	-91	-112	-123
筹资活动现金净流	**93**	**736**	**37**	**-113**	**25**	**163**
现金净流量	**58**	**147**	**-64**	**12**	**169**	**243**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	268	416	708	720	889	1,132
应收款项	528	827	1,294	1,490	1,773	2,281
存货	58	89	141	135	168	227
其他流动资产	2	437	5	36	207	410
流动资产	856	1,769	2,148	2,381	3,037	4,049
%总资产	84.8%	87.7%	86.4%	87.1%	89.2%	91.3%
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%	2.7%	2.2%	1.7%
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%	12.9%	10.8%	8.7%
资产总计	**1,009**	**2,017**	**2,486**	**2,734**	**3,405**	**4,435**
短期借款	147	196	195	131	228	460
应付款项	56	185	331	301	384	508
其他流动负债	54	82	137	150	203	269
流动负债	256	463	663	581	815	1,237
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	3	1	2	2
负债	**258**	**464**	**665**	**582**	**817**	**1,239**
普通股股东权益	**729**	**1,552**	**1,818**	**2,149**	**2,585**	**3,191**
其中：股本	176	197	402	402	402	402
未分配利润	357	518	724	1,012	1,407	1,959
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**	**2,734**	**3,405**	**4,435**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.713	0.974	0.675	0.608	0.818	1.078
每股净资产	4.146	7.864	4.521	5.344	6.427	7.935
每股经营现金净流	0.082	-0.203	-0.085	0.456	0.846	0.774
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%	17.14%	19.16%	20.46%
总资产收益率	12.43%	9.53%	10.93%	13.47%	14.55%	14.72%
投入资本收益率	14.95%	12.60%	14.37%	16.34%	17.55%	17.96%
增长率						
主营业务收入增长率	53.99%	41.84%	38.35%	14.37%	28.39%	32.59%
EBIT 增长率	56.04%	65.60%	31.71%	28.84%	32.47%	32.78%
净利润增长率	55.49%	53.26%	41.30%	35.61%	34.47%	31.82%
总资产增长率	39.57%	99.94%	23.26%	9.99%	24.52%	30.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	230.3	264.7	266.0	300.0	275.0	270.0
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	19.8	15.6	11.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.14%	-14.15%	-28.16%	-27.37%	-25.53%	-21.04%
EBIT 利息保障倍数	70.3	23.9	98.8	-100.9	-111.6	431.8
资产负债率	25.54%	22.99%	26.77%	21.30%	23.99%	27.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	6	6	16
增持	0	1	3	5	7
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.20**	**1.50**	**1.58**	**1.44**

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-24	买入	36.60	49.35～49.35
2	2017-10-26	买入	36.30	49.35～49.35
3	2018-03-19	买入	39.11	48.50～48.50
4	2018-04-25	买入	21.00	24.20～24.20
5	2018-08-16	买入	20.85	N/A
6	2018-11-01	买入	20.63	N/A
7	2019-02-25	买入	21.34	35.50～35.50
8	2019-08-16	买入	14.63	21.30～21.30

来源：国金证券研究所

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