

2022年01月07日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

恒华科技：国产 BIM 软件领跑者，服务以新能源为主体的新型电力系统

买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	965.32	974.30	1253.85	1609.60
同比（%）	-14.05%	0.93%	28.69%	28.37%
归母净利润（百万元）	82.45	142.89	288.38	427.87
同比（%）	-72.06%	73.30%	101.81%	48.37%
每股收益（元/股）	0.14	0.24	0.48	0.71
P/E（倍）	71.36	44.20	21.90	14.76

投资要点

- 专注 BIM 技术构建五大业务体系，优质软件能力构筑较强竞争壁垒：**恒华科技立足电力行业，广泛涉足水利、交通等领域，致力于运用云计算、物联网、BIM 等技术和理念，提供三维设计、智慧基建、配用电运营、能源管理、大数据分析等系列 SaaS 产品，为能源互联网建设提供全产业链一体化服务。公司确立了“BIM 平台软件及行业数字化应用和运营的服务商”战略定位，构建 BIM 平台及软件、BIM 设计咨询、基于 BIM 的大数据应用、基于 BIM 的资产数字化应用、BIM 数字化教育五大业务体系。恒华科技所掌握的核心 BIM 国产化软件平台技术具备稀缺性，行业壁垒较高。我们认为，恒华科技战略聚焦于 BIM 软件业务，该业务板块有望在未来进一步加速发展，获取更强竞争力。
- 电力系统转型升级增加行业需求，积极拓展分布式光伏、水利和交通等新兴领域，业绩有望快速提升：**“双碳目标”下，国内电力系统改造成为大趋势，当前电力系统主干网输电侧已基本建设完成，配电网、分布式发电、微电网有望迎来更大建设需求。恒华科技作为国内电力系统 BIM 软件龙头公司，有望在电力系统建设浪潮下获得更大下游需求。同时公司基于自主可控 BIM+GIS 底层平台研发出三维光伏设计软件、三维风电场设计软件，有望充分受益分布式电源建设浪潮，取得业绩快速增长。此外，公司积极将本身的 BIM 软件能力复用在水利、交通等领域，目前已有多个项目成功落地，行业天花板快速打开，有望给公司带来更大的长期成长空间。
- 三维设计全面推进叠加国产替代大趋势，恒华科技有望进一步提升行业地位：**恒华科技是国内少数基于自主底层技术平台进行 BIM 应用构建的企业，专注提供电力工程全生命周期一体化服务。在电网信息化领域厂商分散化、BIM 软件国产化成大趋势的环境下，恒华科技有望成为传统国外厂商的有力竞争者，领跑国内 BIM 市场。此外，国家电网自 2019 年以来全面推进三维设计，要求公司新建 35kV 及以上输变电工程全面展开三维设计，给恒华科技设计板块带来较大潜在市场空间。公司曾参与制定六项输变电工程三维设计团体标准，充分说明恒华科技在输变电工程三维设计方面深厚的技术积累和业内的认可和信任，行业地位领先。我们认为，恒华科技在行业需求提升、标准化加强及国产替代浪潮下，有望进一步巩固和加强领先地位。
- 盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润为 1.43/2.88/4.28 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.24/0.48/0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 44/22/15 倍，考虑到国内电力系统 BIM 软件优质标的稀缺，国产替代推进及新能源分布式发电下公司下游需求有望持续扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新能源相关业务推进不及预期的风险；下游需求增长不及预期的风险；国产替代进度不及预期风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.53
一年最低/最高价	7.00/15.99
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	3666.31

基础数据

每股净资产(元)	3.63
资产负债率(%)	15.75
总股本(百万股)	599.86
流通 A 股(百万股)	348.18

内容目录

1. BIM 技术构筑竞争壁垒，提供能源互联网一体化服务	4
1.1. 深耕智能电网全生命周期，积极拓展业务范围	4
1.2. 股权结构稳定，子公司表现优异	6
1.3. 专注 BIM 战略，业绩触底回升	7
1.3.1. 营收及利润实现较快回升，新战略引领下未来可期	7
1.3.2. 毛利率触底反弹，盈利能力表现良好	8
1.3.3. 费用率整体保持稳定	8
1.3.4. 专注 BIM 软件开发，研发投入维持高位	9
2. 电力系统转型升级，公司拓展发电侧业务，成长空间广阔	9
2.1. “双碳目标”下，电力系统改造升级势在必行	9
2.1.1. 电网多环节共振，新能源将成新型电力系统主旋律	9
2.2. 乘新能源东风，加快赋能新能源电厂设计 BIM 软件	13
3. 分国产替代趋势下，恒华科技有望充分受益	15
3.1. 电力系统 BIM 软件国产替代成为大趋势	15
3.1.1. 电网信息化领域厂商分散化，恒华追赶国外龙头	15
3.1.2. 实现 BIM 自主研发，专注电力工程全生命周期一体化服务	16
3.2. 参与行业标准制定，引领三维设计市场	18
3.2.1. 输变电工程三维设计全面推进，国网打造 GIM 技术标准	18
3.2.2. 参与三维设计标准制定，全面支撑电网企业三维设计工作	20
4. 盈利预测	21
4.1. 关键假设	21
4.2. 盈利预测和估值评级	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 恒华科技历史沿革	4
图 2: 恒华科技业务体系	5
图 3: 公司核心竞争力	6
图 4: 恒华科技股权结构 (截至 2021 年 12 月 22 日)	7
图 5: 恒华科技营业收入 (亿元, %)	8
图 6: 恒华科技归母净利润 (亿元, %)	8
图 7: 恒华科技毛利率和净利率 (%)	8
图 8: 恒华科技销售、管理和财务费用 (百万元, %)	9
图 9: 恒华科技研发费用率 (百万元, %)	9
图 10: 中国各类型发电装机容量 (亿千瓦时)	10
图 11: 中国新能源电力装机容量比重提升 (%)	10
图 12: 国家电网分布式光伏并网规模及预测 (万千瓦)	10
图 13: 国家电网分散式风电并网规模及预测 (万千瓦)	10
图 14: 2020 年特高压骨干网架示意图	11
图 15: 2025 年特高压骨干网架示意图	11
图 16: 能源互联网平台“源-网-荷-储”一体化运营示例	13
图 17: 国内工业、建筑、交通三大领域终端用能电气化水平及预测 (%)	13
图 18: 各阶段国家电网智能化投资具体构成 (亿元)	13
图 19: 三维光伏电站设计系统	14
图 20: 三维风电站设计系统	14
图 21: 张北柔性直流电网工程	15
图 22: 全球工业软件产业规模及增长率 (亿美元, %)	16
图 23: 中国工业软件产业规模及增长率 (亿元, %)	16
图 24: 恒华科技产品与服务架构图	17
图 25: 恒华科技获得全国智标委认证	18
表 1: 部分目前确定的“十四五”电网投资	12
表 2: 与三维设计相关的政策梳理	19
表 3: 国家电网于 2018-2019 年发布的 GIM 标准文件	20
表 4: 恒华科技参与制定的标准	21
表 5: 恒华科技可比公司估值 (截至 2022 年 1 月 6 日)	22

1. BIM 技术构筑竞争壁垒，提供能源互联网一体化服务

1.1. 深耕智能电网全生命周期，积极拓展业务范围

恒华科技是一家能源互联网综合服务供应商。公司立足电力行业，涉足水利、交通等领域，致力于运用云计算、物联网、BIM 等技术和理念，提供三维设计、智慧基建、配售电运营、能源管理、大数据分析等系列 SaaS 产品，为能源互联网建设提供全产业链一体化服务。

政策拉动下游需求及国产替代趋势下，公司作为电力系统 BIM 软件稀缺标的，发展前景广阔。在“碳中和”、“碳达峰”的政策推动下，国内电力系统改革稳步推进，带动发电、输电、配电、用电端相关业务需求增长，恒华科技新能源电厂设计业务前景可期；政策规范下三维设计成为电力系统设计必需品，加之该领域 BIM 软件国产化替代已成趋势，恒华科技业务有望增长；此外，目前大数据应用以及数字教育板块仍处于起步阶段，未来具有广阔的发展前景，公司也有望实现营收来源的多样化，增强自身收入稳定性及抗风险能力。

图 1：恒华科技历史沿革



数据来源：恒华科技官网，东吴证券研究所

经过多年研发积累，成为国内少数基于自主底层技术平台进行 BIM 应用构建的企业。2020 年，恒华科技围绕 BIM 产品及应用，按照业务属性及专业化经营策略构建了互为支撑的五大业务体系：

1) **BIM 平台及软件**。BIM 平台及软件为公司核心业务体系之一，涵盖自主可控的底层 BIM 平台、GIS 平台、物联网平台及应用快速开发平台等，以及 BIM 设计系列软件、BIM 造价软件、BIM 基建平台、BIM 运维平台等软件产品。

2) **BIM 设计咨询**。BIM 设计咨询业务以 BIM 行业应用市场为主要切入点，利用公司研发的 BIM 平台及相关软件开展电力、水利、交通等行业规划、设计、咨询、综合能源等业务，为公司 BIM 平台及软件切入相关市场提供专业的技术支撑和工程应用示范。

3) **基于 BIM 的大数据应用**。基于 BIM 的大数据应用业务依托自主 BIM 平台、IoT

平台、大数据分析平台以及人工智能平台，开展基于电力大数据征信、能源数据分析、规划设计预测等电力垂直细分领域大数据应用，以及面向智慧社区的居家养老服务数据应用及运营等业务，通过构建智慧社区到智慧城市的 BIM 应用体系逐步推进互联网转型。

4) 基于 BIM 的资产数字化应用。该业务主要分为三个板块——能源资产数字化应用、交通资产数字化应用以及水利水务资产数字化应用。其中，能源资产数字化应用基于多样的传感手段建立感知网络，实现对电网运营、用户用能、公共设施安全运维等场景运行数据的实时监控，面向各类能源供应商、用能用户等提供多元化能源服务的全产业链解决方案；交通资产数字化应用以 GIS 数字地球为载体，BIM 模型为依托，向国内外交通领域的设计单位、施工企业、管养单位提供智能交通信息化解决方案；水利水务资产数字化应用则依托云、BIM+GIS、三维仿真、无人机等先进技术和手段，面向水利厅、水务局、水投集团和调水公司等政府和企事业单位，提供水利水务信息化解决方案。

5) BIM 数字化教育。BIM 数字教育业务主要围绕电力、交通、水利等行业开展 BIM 专业培训、认证、比赛、评优以及海外培训交流，为公司 BIM 相关的产品及服务国内外销售进行前期推广，获得客户的预认可。

图 2：恒华科技业务体系



数据来源：恒华科技 2021 年半年报，东吴证券研究所

公司以技术创新为引领，以市场需求为导向，在二十余年的发展过程中逐步形成了自己独特的竞争优势，集中体现在以下六个方面：

经过多年研发积累，实现 BIM 底层平台自主可控，在业内具备稀缺性；以 BIM 平台及软件研发为核心，以专业设计咨询业务为技术支撑，以行业资产数字化应用为载体，以大数据智能化发展为驱动，以教育培训和认证为保障，构建了互为支撑的五大业务体系；具备成熟高效的研发创新体系，保持高比例研发投入；拥有完善的资质认证体系，覆盖信

息化服务、工程咨询等多个领域，涉及电力、交通、水利等相关行业，构造了较高的行业壁垒；**以专业的产品及服务为依托**，相关研发成果曾荣获多项国家级、省部级荣誉，同时积极参与国家电网等单位三维设计系列标准编制，在行业内形成较大影响力；**拥有优秀的技术人才和管理团队**，可以确保公司发展战略的制定、产品的研发符合客户需求以及行业发展现状及趋势。

图 3：公司核心竞争力

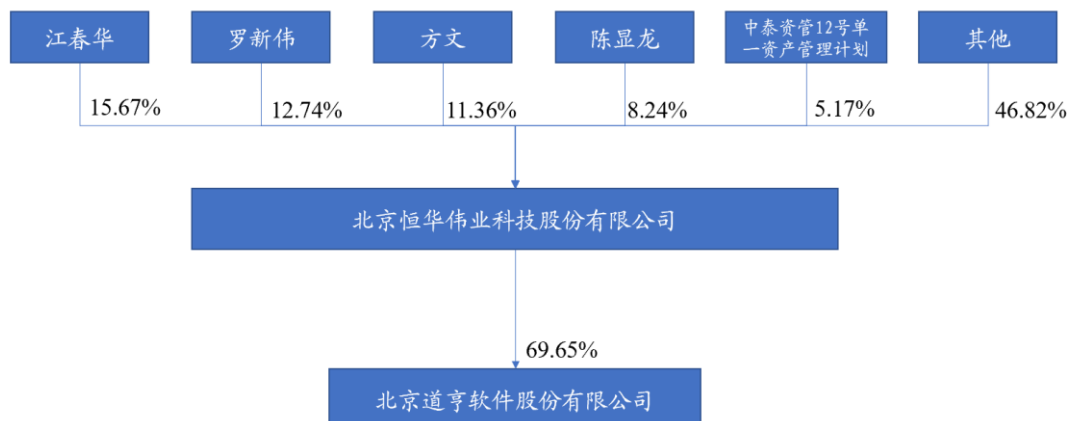


数据来源：恒华科技 2021 半年报，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，子公司表现优异

公司股权结构稳定，四位实际控制人合计持股 48.01%。截至 2021 年 12 月 22 日，恒华科技的实际控制人共有四人：董事长江春华持有公司 15.67%的股份；总经理方文共持恒华科技 11.36%的股份；副总经理罗新伟共持公司 12.74%的股份，同时为公司的最终受益人；董事会秘书兼副总经理陈显龙持有 8.24%的股份。公司股权结构总体维持稳定，有望维持长期稳健成长。

图 4: 恒华科技股权结构 (截至 2021 年 12 月 22 日)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

子公司道亨软件是国内电力系统 BIM 软件的稀缺标的。子公司方面，恒华科技持股 69.65% 的北京道亨软件股份有限公司是通过国家认证的高新技术企业及双软企业，自成立以来长期致力于电网数字化、智能化技术的应用研究和市场推广，是国内领先的输变电工程专业设计软件开发商、工程全生命周期智慧化服务解决方案供应商。道亨软件专注于 BIM 平台及工具层软件研发，独立研发了三维图形平台、三维数字地球平台等，并基于电网 BIM 软件能力及成果逐步向交通、水利等行业进行拓展应用，相关软件的功能符合国网三维设计软件功能规范，移交成果符合国网 GIM 规范，能达到施工图级三维设计要求。通过打通各专业工具的数据，实现设计、校审等协同办公，道亨软件显著提高了输变电工程设计的效率及质量。

BIM 国产化前景可期，道亨软件存在稀缺优势。目前我国 BIM 软件仍处于发展起步阶段，BIM 底层核心技术大多掌握在国外厂商手中，道亨软件掌握核心的 BIM 国产化软件平台技术具备稀缺性。同时，由于公司 BIM 产品与国外产品价格相差不大且相较于国外品牌有较好的可操作性、便利性，目前客户对该产品国产化意愿较强。2021 年上半年，道亨软件入选为国家级第三批专精特新“小巨人”企业名单及北京市 2021 年度第一批专精特新“小巨人”企业名单，体现了政府部门对道亨软件技术和产品优势、专业服务能力的有力认可。

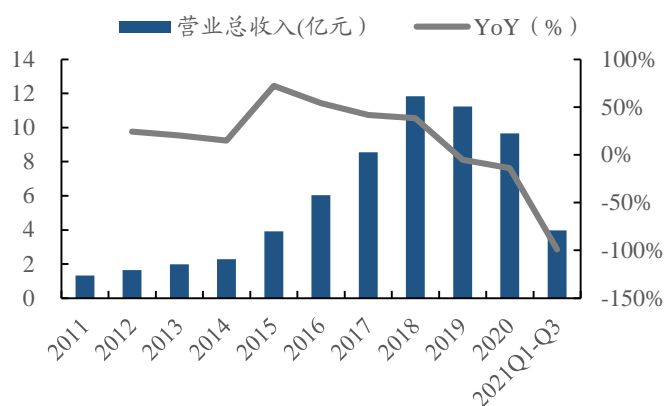
1.3. 专注 BIM 战略，业绩触底回升

1.3.1. 营收及利润实现较快回升，新战略引领下未来可期

2021 年前三季度公司实现营收 3.98 亿元，同比降低 22.77%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比降低 36.52%。2011 年至 2019 年恒华科技营收和归母净利润均实现较快增长，在 2020 年初新冠疫情的冲击下复工复产进度受到影响，加上上游原材料上涨等因素，公司业绩一度低迷。随着国内疫情得到进一步控制，电网改革进程进一步加快，公司业绩回

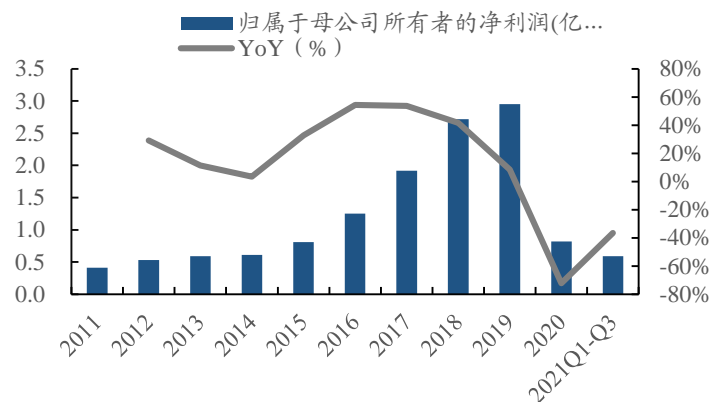
暖，2021 年上半年业绩实现稳步回升。前三季度归母净利润下降的主要原因为 1-9 月份公司营业收入减少及相关费用增加。

图 5: 恒华科技营业收入 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 恒华科技归母净利润 (亿元, %)

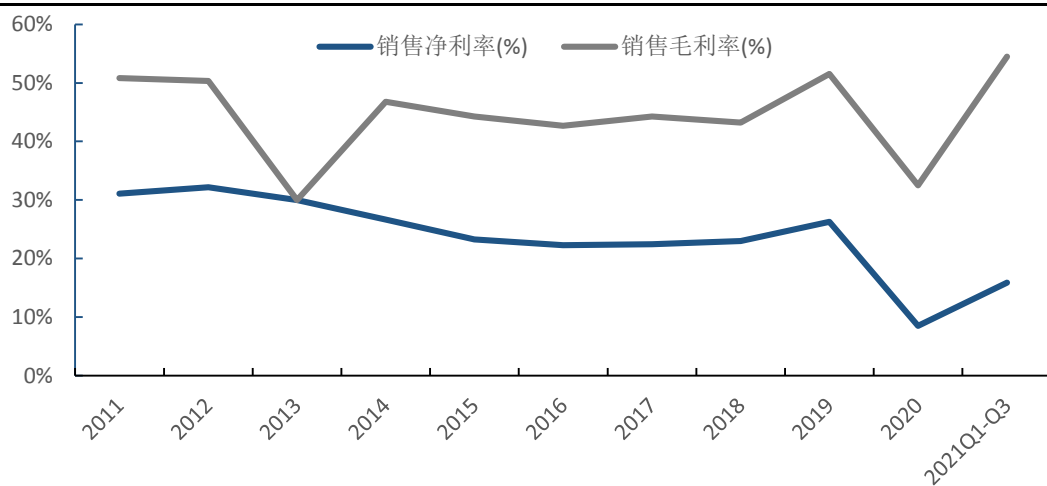


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.2. 毛利率触底反弹, 盈利能力表现良好

从恒华科技产品的盈利能力来看, 2021 年前三个季度销售毛利率为 54.50%, 较 2020 年同比上升 4.57pp, 销售净利率为 15.90%, 较 2020 年同比下降 2.40pp。我们认为, 随着公司遵循新 BIM 软件战略, 减少毛利率较低的 EPC 业务占比, 未来毛利率有望实现较快修复。

图 7: 恒华科技毛利率和净利率 (%)

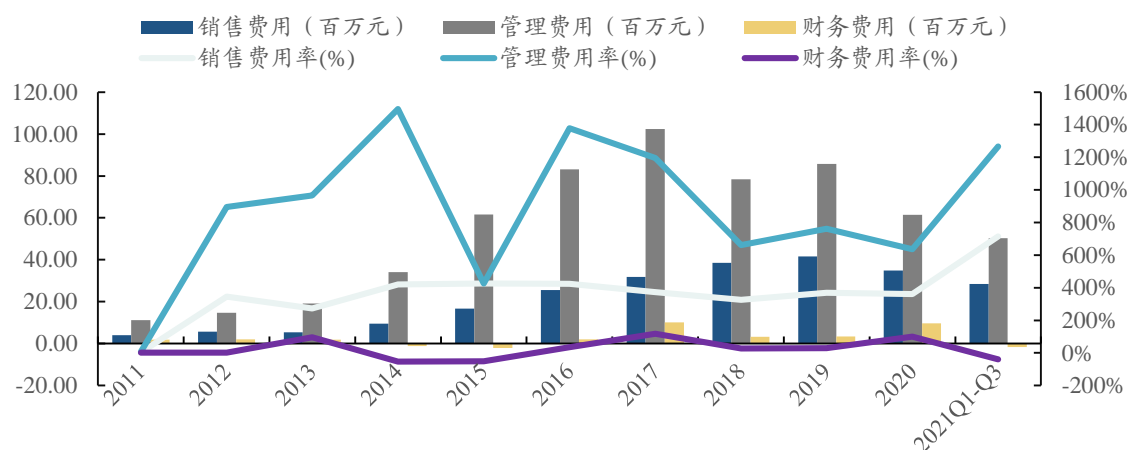


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.3. 费用率整体保持稳定

恒华科技费用控制能力较好, 费用率整体保持稳定, 管理费用率相较 2020 年有所上升。2021 年前三季度恒华科技发生销售费用 0.28 亿元, 销售费用率为 7.14%, 相比于 2020 年末上升 3.53pp; 2021 年前三季度发生管理费用 0.50 亿元, 管理费用率为 12.66%, 相比于 2020 年末上升 6.29pp。

图 8: 恒华科技销售、管理和财务费用 (百万元, %)

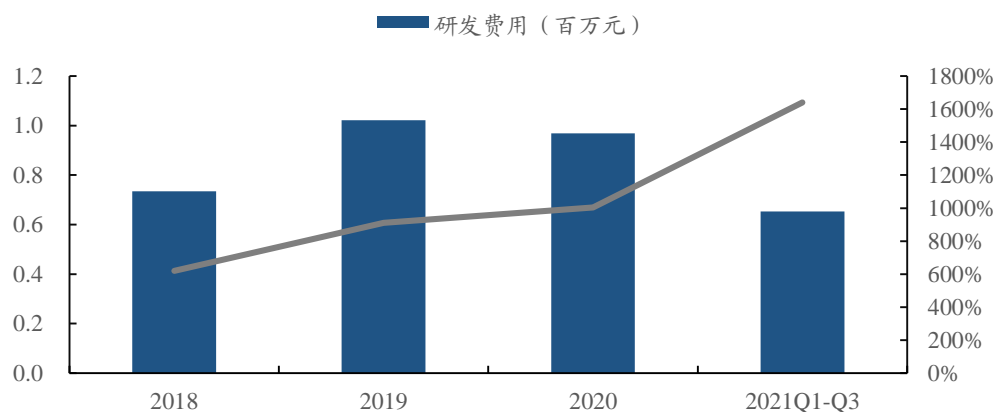


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.4. 专注 BIM 软件开发, 研发投入维持高位

恒华科技 2021 年前三季度研发投入稳步提升。2021 年前三季度恒华科技发生研发费用 0.65 亿元, 占营业总收入比达到 16.41%, 主要投入方向为自主可控的 BIM 关键技术及相关产品。2018 年至 2020 年研发费用率逐年增长。随着电网清洁能源的加入、输电等环节的改造以及国网对信息化的要求进一步提升, 公司正在为此做软件与设计能力的技术储备。

图 9: 恒华科技研发费用率 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 电力系统转型升级, 公司拓展发电侧业务, 成长空间广阔

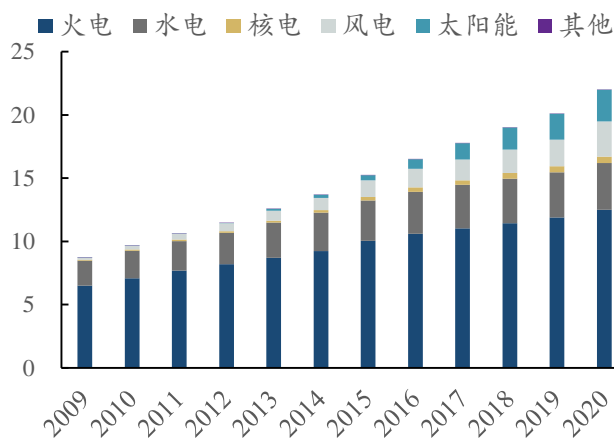
2.1. “双碳目标”下, 电力系统改造升级势在必行

2.1.1. 电网多环节共振, 新能源将成新型电力系统主旋律

在发电环节, 随着电力改革的不断深化, 以新能源为主体的新型电力系统将逐步构建。国家能源局数据显示, 2020 年我国能源消费产生的二氧化碳排放占总排放量的 88%

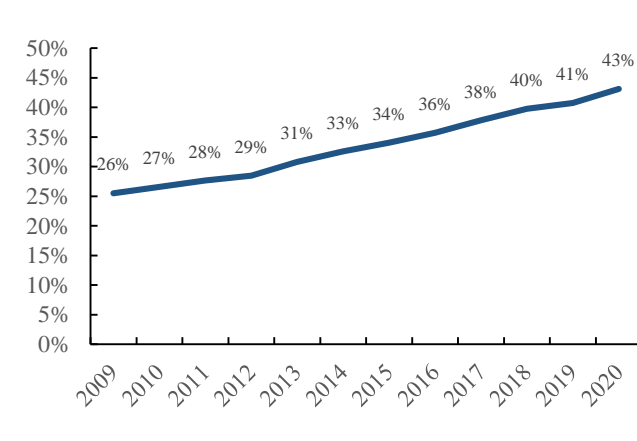
左右，而电力行业占能源行业二氧化碳排放总量的 42.5%左右。南方电网预测，到 2030 年和 2060 年，我国新能源发电量占比将分别超过 25%和 60%，电力供给朝着零碳化逐步迈进。未来，我国新能源电力装机规模将保持较快增长，各类电源发展呈现出“风光领跑、多源互补”态势。

图 10: 中国各类型发电装机容量 (亿千瓦时)



数据来源: 中电联, wind, 东吴证券研究所

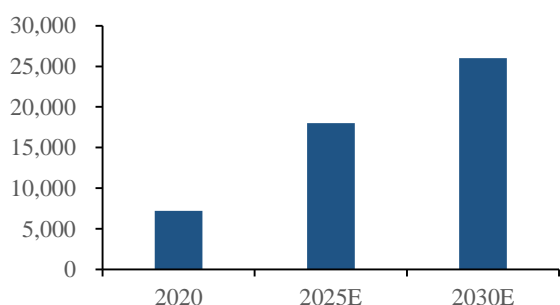
图 11: 中国新能源电力装机容量比重提升 (%)



数据来源: 中电联, wind, 东吴证券研究所

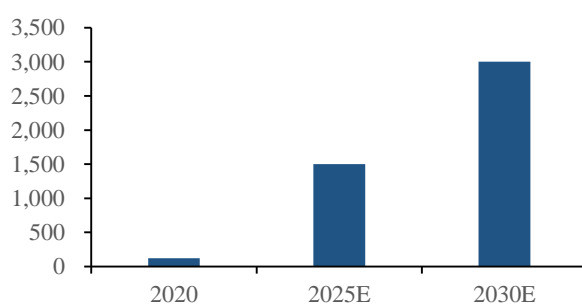
伴随新能源行业的迅速发展，分布式电源将进入增长快车道，分布式光伏进入高速发展期。与传统的集中式供能相对，分布式供能系统以冷热电联供为主要形式，建立在用户负荷中心附近而非远距离传输，具有高效、环保、经济、可靠、和灵活等特点，能够有效助力大幅度节能减排，我国已将分布式供能技术定位为能源领域前沿技术。过去我国能源结构是以煤为主，导致能源系统集中化。随着新能源比重提升，风电和太阳能等清洁能源因其分散特点，“弃风”“弃光”现象亟待解决。分布式能源作为解决新能源利用难题的重要途径，能有效缓冲新能源天然的波动性给电网系统带来的冲击，提高了供电保障。据国家电网预测，2030 年国网经营区分布式电源装机达到 2.9 亿千瓦，占总装机的 10%左右，其中，分布式光伏装机达到 2.6 亿千瓦，分散式风电装机达到 0.3 亿千瓦。

图 12: 国家电网分布式光伏并网规模及预测 (万千瓦)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图 13: 国家电网分散式风电并网规模及预测 (万千瓦)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

在输电环节，未来十四五期间将加快构建以特高压为骨干网架、各级电网协调发展的坚强智能电网，提高电网安全水平和运行效率，促进清洁能源大规模开发和高效利用。《中国“十四五”电力发展规划研究》显示，(1) 在特高压直流通道建设方面，将新建 7 个西北、西南能源基地电力外送特高压直流工程，总输电容量 5600 万千瓦。到 2025 年，我

国特高压直流工程达到 23 回，总输送容量达到 1.8 亿千瓦；（2）在特高压同步交流电网建设方面，推动东部地区加快形成华东-华中-华北特高压同步电网，西部地区加快构建川渝特高压主网架，到 2025 年，建成“五横四纵”、“两横一环网”特高压交流主网架。此外，还将重点推进电网智能化和跨国电网互联。

图 14: 2020 年特高压骨干网架示意图

图 15: 2025 年特高压骨干网架示意图



数据来源:《中国“十四五”电力发展规划研究》，东吴证券研究所

数据来源:《中国“十四五”电力发展规划研究》，东吴证券研究所

“十四五”期间，电网投资规模将进一步扩大，以提高输电能力和供电可靠性。未来五年，国家电网将年均投入超过 700 亿美元，推动电网向能源互联网升级，促进能源清洁低碳转型。南方电网公司“十四五”期间同样也有巨量投资。包括将在广西投资 1000 亿元，精准高效建设广西电力设施；在海南投资 270 亿元左右，高标准推进海南自贸港智能电网建设等。

表 1: 部分目前确定的“十四五”电网投资

地区	规划
湖北	加快建设陕北—湖北、金上—湖北特高压直流输电工程, 推进新一轮城乡电网改造升级、随州电厂等项目。
江西	建成华能瑞金电厂二期、雅中至江西特高压直流工程等项目, 开工大唐新余电厂二期、南昌—长沙特高压交流工程、奉新抽水蓄能电站, 加快丰城电厂三期扩建等项目进度。
甘肃	启动酒泉—湖南特高压直流输电工程配套 200 万千瓦风电项目建设, 力争陇东—山东特高压直流输电工程开工建设, 谋划实施河西第二条特高压直流输电工程和 750 千伏、330 千伏等骨干电网项目。
新疆	重点加大能源、电力等重大项目推进力度, 着力完善各等级电压网架, 加快 750 千伏变电工程建设, 推进“疆电外送”第三通道建设, 推进阜康 120 万千瓦、哈密 120 万千瓦抽水蓄能电站建设, 提高供电可靠性。
西藏	加快统一电网规划建设, 推进藏中电网 500 千伏回路、金沙江上游电力外送、川藏铁路建设电力保障、青藏联网二回路电网工程, 实现电力外送超过 20 亿千瓦时。
海南	加快海南智能电网综合示范省建设。计划“十四五”期间投资 270 亿元左右, 高标准规划、高质量推进海南自贸港智能电网建设, 2025 年全面建成安全、可靠、绿色、高效的智能电网综合示范省; 2035 年智能电网发展居于世界领先水平。加强智能配电网建设, 到 2025 年海南客户年均停电时间低于 4 小时, 11 个重点产业园区停电时间低于 5 分钟。
陕西	2021 年 8 月, 国家电网有限公司与陕西省人民政府共同出资的成立国网陕西省电力有限公司, 力争“十四五”期间完成电网投资额 1000 亿元。

数据来源: 国家电网, 南方电网, 北极星电力网, 东吴证券研究所

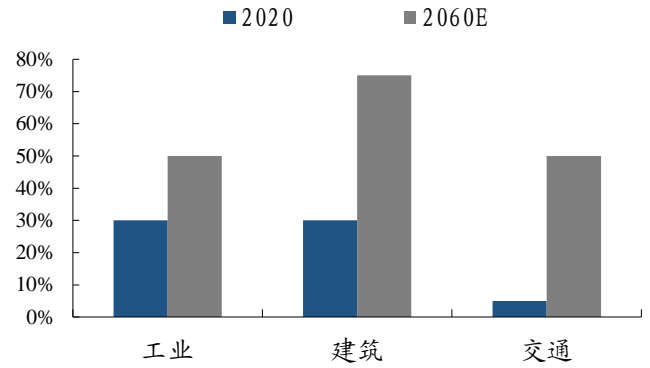
在配电环节, “源网荷储”一体化提升配电网建设需求, 配电网智能化和信息化是大势所趋。就供给端而言, 分布式电源大规模、高比例接入提高了对配电网安全化、智能化的硬性要求。随着具有波动性、间歇性新能源的比例越来越高, 配电网必须提升弹性自适应能力和对分布式能源的就地消纳能力, 强化网源荷协调控制, 避免停电事故。就需求端而言, 用户终端多元化发展、终端能源电气化水平显著提升、新型用能组织大量涌现, 对配电网智能化、信息化要求提升。智能楼宇、智慧园区、微电网等新型用能组织将大量涌现并接入配电网, 与之形成双向互动。更丰富的用电场景要求配电网具备强大的综合承载能力、全息感知能力和智能调控能力, 在保证新能源足额消纳的同时, 能够满足多元化负荷“即插即用”接入需求。

图 16: 能源互联网平台“源-网-荷-储”一体化运营示例



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

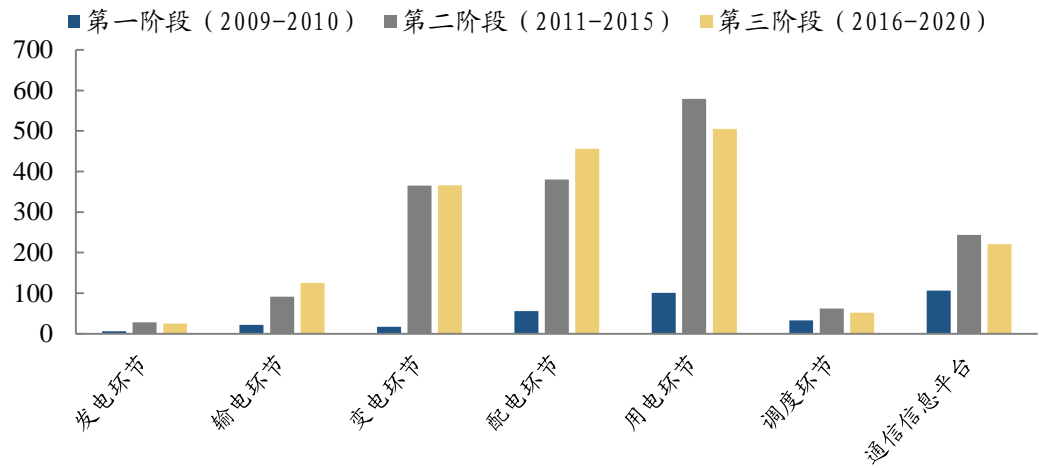
图 17: 国内工业、建筑、交通三大领域终端用电电气化水平及预测 (%)



数据来源: 南方电网《数字电网推动构建以新能源为主体的新型电力系统白皮书》, 东吴证券研究所

智能电网投资额占电网总投资额的比例呈上升趋势, 电网智能化加速, 配电环节作为智能电网建设的主要环节之一, 是未来新型电力系统投资建设重点。国家电网规划“十四五”配电网建设投资超过 1.2 万亿元, 占电网建设总投资的 60%以上, 重点实施农村电网巩固提升工程。根据国家电网和南方电网的规划, 将通过加大中压配电网智能终端部署、实现配电通信网建设和配电自动化实用化, 并向低压配电网延伸, 大幅提高可观性可测性可控性, 2025 年基本建成安全可靠、绿色智能、灵活互动、经济高效的智慧配电网。

图 18: 各阶段国家电网智能化投资具体构成 (亿元)



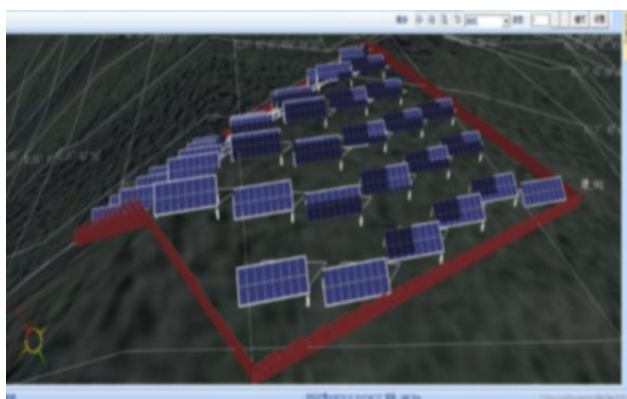
数据来源: 国家电网智能化规划总报告, 东吴证券研究所

2.2. 乘新能源东风, 加快赋能新能源电厂设计 BIM 软件

恒华科技加快 BIM 赋能新能源电厂设计, 拓展新能源领域业务布局, 挖掘未来新的利润增长点。过去恒华科技主要深耕电网工程建设, 应用在电网资产建设和管理的全生命周期。公司运用自主研发的资源管理平台 (FRP)、图形资源平台 (GRP) 及企业信息集成服务平台 (EISP), 面向电网规划设计、基建管理、运行管理、检修管理和营销管理等环节, 提供一体化的信息化解决方案。近三年, 恒华科技紧抓新能源这条高景气赛道, 推

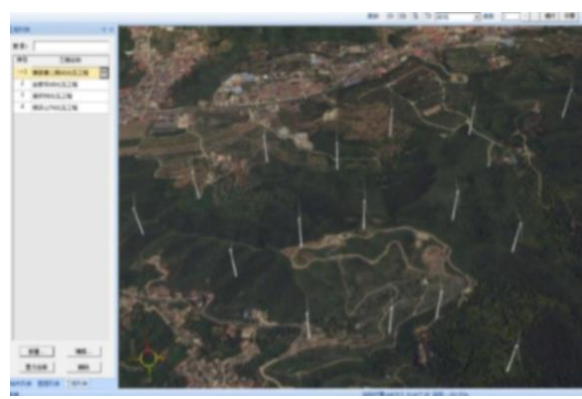
进组织改革和战略升级,布局**新能源 BIM 软件规划设计**,业务范围扩大,竞争优势提升,进展喜人。(1)在资质认证方面,截至 2021 年上半年,在新能源发电侧,公司已取得工程设计电力行业(新能源发电、风力发电)专业乙级;工程咨询电力(含火电、水电、核电、新能源)甲级资信评价;(2)在 BIM 平台及软件技术方面,公司基于自主可控 BIM+GIS 底层平台研发的三维光伏设计软件、三维风电场设计软件、新能源经济评价软件等一系列 BIM 产品,能够为新能源等相关领域提供工业软件及行业数字化应用服务;(3)在 BIM 设计咨询服务方面,公司现已能够面向送变电工程、光伏风电等新能源、充换电站(桩)、智能微网等业务领域,提供规划咨询、工程勘测、工程设计、项目管理、运维服务为一体的工程项目全过程咨询服务。公司承接**县域光伏等新能源项目的能力增强,业绩增长有望加速。**

图 19: 三维光伏电站设计系统



数据来源: 恒华科技微信公众号, 东吴证券研究所

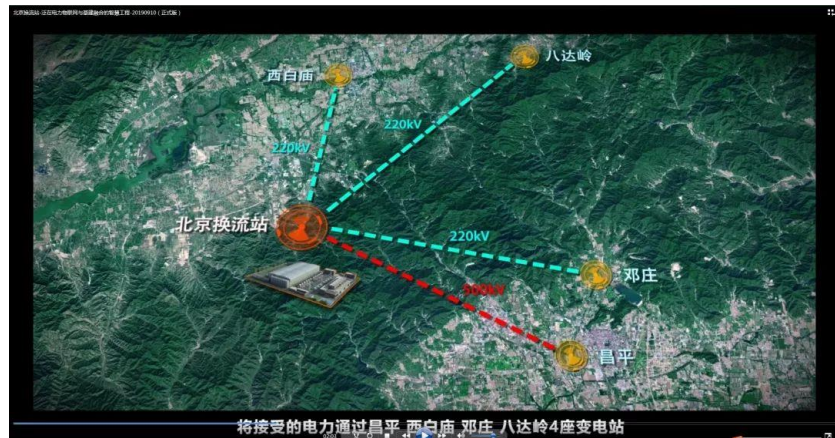
图 20: 三维风电场设计系统



数据来源: 恒华科技微信公众号, 东吴证券研究所

公司正在积极推动**新能源电厂项目承接,完善能源互联网产业链布局,推进屋顶分布式光伏设计业务**。2019 年 9 月,恒华科技宣布参与 2022 北京冬奥示范工程——张北柔性直流电网工程,这也是世界上首个输送大规模风电、光伏、抽水蓄能等多能互补的清洁能源工程。工程中新建的 4 座换流站中,丰宁~北京±500kv 直流架空线路的 2 个换流站均应用了恒华科技智慧工地产品,实现工程的可视化管理。2020 年 12 月,由中国技术创业协会技术创新工作委员会主办的第二届“共创杯”智能建造技术创新大赛获奖名单揭晓,恒华科技与国家电网有限公司直流建设分公司联合申报的“基于 BIM 的智慧工程平台在冬奥张北±500 千伏柔性直流电网试验示范工程中的应用”项目荣获大赛施工组一等奖。公司基于 BIM 的智慧工程平台的应用,推动了该项目工程的数字化智慧建设,为提升工程建设的安全和质量、服务低碳冬奥、探索未来电网形态提供了重要支持。今年 6 月,国家能源局出台《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》,大力推动整县光伏。公司积极参与国家整县屋顶分布式光伏战略推进,不断深化与国家电投、国家能源等大型能源集团、新能源设备厂商的合作,提供整县屋顶分布式光伏试点方案,并积极开展源网荷储一体化、风光储、风光火储等规划设计业务。

图 21: 张北柔性直流电网工程



数据来源：恒华科技微信公众号，东吴证券研究所

3. 分国产替代趋势下，恒华科技有望充分受益

3.1. 电力系统 BIM 软件国产替代成为大趋势

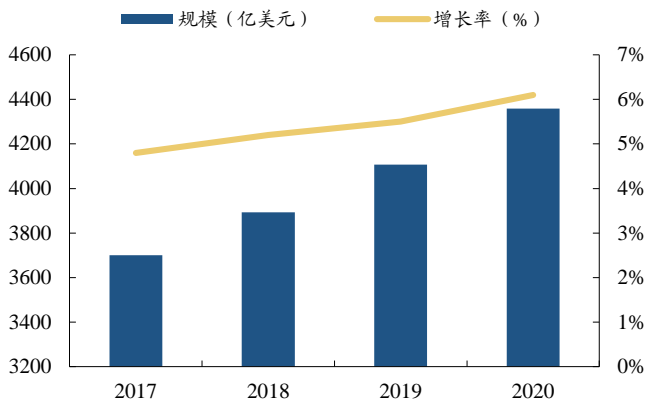
3.1.1. 电网信息化领域厂商分散化，恒华追赶国外龙头

恒华科技自 2000 年成立以来，深耕电网信息化细分领域。行业内的主要软件服务商呈现“各有专攻而少全能”的特点，即主要针对电网信息化的某个环节提供服务或在某些领域占优，因而，除了部分软件服务商的某些单项产品在细分领域市场份额较大以外，参与电网信息化市场竞争的各服务商占优的份额较为分散。

综观整个 BIM 行业，由于国内的信息化技术起步较晚，较大的市场份额主要被美国的 Autodesk 和 Bentley 占据。Autodesk 始建于 1982 年，于 2002 年率先提出 BIM 技术，并成长为全球最大的二维和三维设计、工程与娱乐软件公司。该公司的工程建设类业务中，Revit 建筑信息建模软件可将所有建筑、工程和施工领域引入统一的建模环境，广泛应用于我国的多个工程建造行业。Bentley 成立于 1987 年，是一家基础设施工程软件公司，致力于帮助专业人士设计、建造和运营公路桥梁、轨道交通等建筑工业设施。

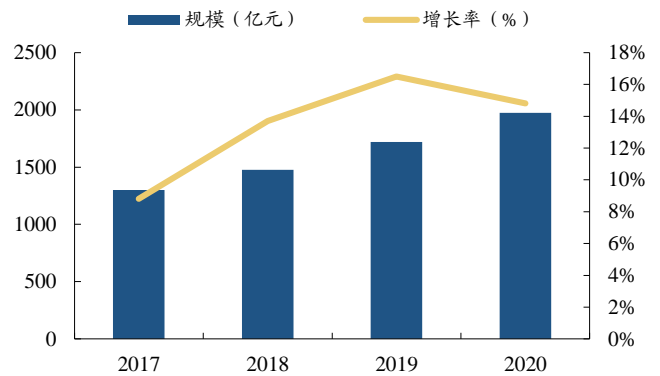
随着我国政府对工业软件的重视程度逐渐提高，电力系统的 BIM 行业国产化替代成为长期发展趋势。2021 年 1 月，工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，为深入实施工业互联网创新战略、推动工业化和信息化在更广范围、更深程度、更高水平上融合发展作出指示。根据《中国工业软件产业白皮书（2020）》，为促进国内工业软件产业发展，应持续优化政策环境，稳步推进国产替代，面向重点领域开展国产工业软件产品试点示范，并逐步推进国产工业软件在更多领域拓展应用。近年来，我国工业软件产业规模占全球比重小，但增长率高于全球水平，未来仍有较大的增长空间。2019 年，我国工业增加值 31.71 万亿元，制造业增加值达 26.9 万亿元，占全球比重 28.1%，结合当年我国工业软件产业规模仅占全球 6% 的份额，可以期待我国的工业软件市场存在近 5 倍的增长空间。

图 22: 全球工业软件产业规模及增长率 (亿美元, %)



数据来源: 中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书 (2020)》, 东吴证券研究所

图 23: 中国工业软件产业规模及增长率 (亿元, %)



数据来源: 中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书 (2020)》, 东吴证券研究所

3.1.2. 实现 BIM 自主研发, 专注电力工程全生命周期一体化服务

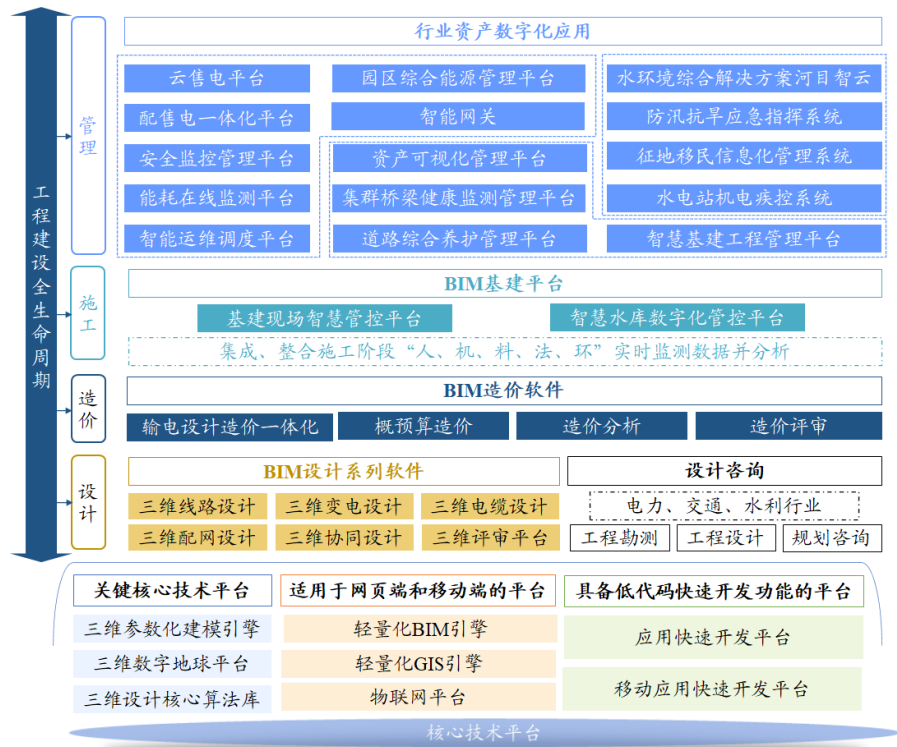
2020 年底, 恒华科技在把握产业趋势和自身优势的基础上, 持续推进组织改革和战略升级, 确立了“BIM 平台软件及行业数字化应用和运营的服务商”的战略定位, 面向电力系统 BIM 行业的百亿市场进发。

公司经过多年研发积累, 实现了 BIM 底层平台的自主可控。恒华坚持“独立研发、自主可控”的研发路线, 不断追求 BIM 关键技术及相关产品的改造升级, 打造了基于操作系统研发、不依赖国际软件的中间模块和中间库的 BIM 平台, 并以此为依托, 形成了“三维数字地球平台”、“三维设计核心算法”、“轻量化 BIM 引擎”、“轻量化 GIS 引擎”等技术平台。BIM 核心技术平台完全自主灵活可控, 能够紧密贴合行业需求进行深度定制和二次开发。2020 年度, 公司研发成果显著, 新增授权发明专利 12 件, 其中国际发明专利 1 件; 新增发明专利申请 19 件; 新增计算机软件著作权 60 件。恒华科技应被视作国内电网信息化领域厂商进行自主研发、实现国产替代的行业标杆。

恒华科技经过多年的探索与实践, 现已成为国内为数不多的为电力行业提供全产业链一体化信息化服务的企业, 相关产品及服务在电力行业已取得相对领先的市场地位, 并实现 BIM 技术的应用场景在行业内的纵深拓展。随着自主研发技术的积累、产品线的不断升级以及行业影响力的稳步提升, 公司已形成覆盖电源侧、电网侧及配售电侧的业务体系, 并实现了 BIM 技术在电网工程建设全周期的贯通。1) BIM 设计系列软件: 公司围绕电网工程设计, 研发了三维线路设计、三维变电设计、三维电缆设计、三维配网设计等系列软件, 产品覆盖电网工程三维设计的全专业、全过程, 深度契合电网设计企业需求, 并已基本实现国产化; 2) BIM 造价软件: 公司以电力行业建设工程造价业务为核心, 以国家最新的规范和标准为依据, 将电力工程三维设计与工程造价深度融合, 有效打通设计、造价业务与数据留出, 实现设计、算量、造价一体化; 3) BIM 基建平台: 将工程信息管理与三维可视化相结合, 在工程 BIM 模型中集成、整合工程设计施工阶段各专业数据和

现场“人、机、料、法、环”实时监测数据并进行分析，同时在三维场景中展现设计模型、建设过程、预警问题，实现工程施工建设过程的数字化呈现；4) 设计咨询：公司的设计咨询业务着眼于打造互联网设计院新型业务组织模式，为 BIM 平台及软件切入相关市场提供专业的技术支撑和工程应用示范。

图 24: 恒华科技产品与服务架构图



数据来源：恒华科技官网，恒华科技 2020 年报，东吴证券研究所

公司坚持多行业市场布局，依托在电力行业的研发积累与服务经验，逐步向交通、水利、综合能源、教育培训等领域拓展布局，实现了 BIM 技术的应用场景在行业外的延伸拓展。公司将核心 BIM 平台与云计算、大数据、物联网等信息技术深度融合，形成了由能源资产数字化应用、交通资产数字化应用、水利水务资产数字化应用组成的行业资产数字化应用体系。1) 能源资产数字化应用：基于多样传感手段建立感知网络，实现对电网运营、用户用能、公共设施安全等场景运行数据的实时监控，提供能源生产、能源运输、能源交易、能源消费、能源管理等多元化能源服务的全产业链解决方案；2) 交通资产数字化应用：以 GIS 数字地球为载体，BIM 模型为依托，通过信息化、数字化、可视化的系统化运营思路，提供智能交通信息化解决方案；3) 水利水务资产数字化应用：运营产品包括水环境综合解决方案、防汛抗旱应急指挥系统、征地移民信息化管理系统等，覆盖水环境、水资源、水旱灾害、智慧水务等多个业务领域。

恒华科技的 BIM 技术受到全国智能建筑及居住区数字化标准化技术委员会（“全国智标委”）的认可。据公司官网披露，公司于全国智标委于 2021 年 1 月签署全面战略合作协议，双方就基于 BIM/CIM 技术统筹构建标准体系，积极参与组织开展关键标准立项及

编制，推进基于 BIM 和 CIM 技术的课题研究、企业建筑信息模型（BIM）实施能力成熟度评价和工程项目信息模型（BIM）应用成熟度评价，双方将围绕智慧园区、智能建筑、智能楼宇、绿色智慧社区、绿色智慧物业应用等方面开展业务全面合作。2020 年 11 月，恒华科技获得全国智标委“企业建筑信息模型（BIM）实施能力成熟度评价白金级（III）”认证，该认证是对公司 BIM 技术的基础建设、实施能力、成果效益及综合软实力的多维度评价。

图 25：恒华科技获得全国智标委认证



数据来源：恒华科技官网，东吴证券研究所

面向未来，恒华科技将围绕“BIM 行业平台软件及行业数字化应用服务商”战略目标，突出业务专业优势，向专业化、市场化、高质量、强品牌发展。1）产品与服务方面：继续研发升级自主可控的 BIM 平台、GIS 平台、快速开发平台等核心底层技术，逐步构建 BIM 生态；2）行业应用方面：加大市场开拓力度，以平台驱动业务拓展，深挖行业数字化转型需求，打造能源资产数字化应用、交通资产数字化应用、水务资产数字化应用核心产品体系。

3.2. 参与行业标准制定，引领三维设计市场

3.2.1. 输变电工程三维设计全面推进，国网打造 GIM 技术标准

2019 年以来，国家电网开启了全面推进三维设计的进程。按照《国家电网有限公司关于全面应用输变电工程及建设工程数据中心的意见》（国家电网基建〔2018〕585 号）要求，公司新建 35kV 及以上输变电工程全面展开三维设计。根据国家电网基建技经〔2019〕10 号文第八条，从 2019 年 2 月 1 日起，对未按文件要求开展设计招标、应用三维设计的

工程，原则上不予安排初步设计评审。

表 2: 与三维设计相关的政策梳理

时间	发布方	政策	内容
2018.07	国家电网有限公司	《国家电网有限公司关于全面应用输变电工程三维设计及建设工程数据中心的意见》	从 2018 年下半年开始,公司新建 35kV 以上输变电工程全面应用三维设计;到 2020 年底前公司所有新建、改建、扩建 35kV 以上输变电工程具备数字移交条件,总体上实现三维设计、三维评审、三维移交。
2018.12	国家电网公司基建部	《国网基建部关于印发<输变电工程三维设计施工图评审大纲(试行)的通知>》	三维设计工程评审,要重点检查三维设计模型范围、深度、格式、层级、配色原则和属性定义是否蛮族相关标准规范。
2019.01	国家电网公司基建部	国家电网基建技经〔2019〕10 号文	从 2019 年 2 月 1 日起,对未按文件要求开展设计招标、应用三维设计的工程,原则上不予安排初步设计评审。
2019.04	国家电网公司基建部	《国家电网有限公司关于提高工程设计质量推动电网高质量发展的意见》	充分利用三维设计手段,解决专业间“错、漏、碰、缺”问题,深化三维设计成果在工程建设中的应用,重点推进在设备招标、施工招标、施工组织(尤其是重要交叉跨越的空间距离校验)、档案移交等环节的应用。

数据来源: 国家电网, I-GIM 官网, 东吴证券研究所

由于输变电工程设计环节处于前端,设计单位、设备厂商在三维建模单和模型应用方面的标准是否统一对后期的施工建造以及三维技术的推进有着重大影响。因此,为解决设计企业获取三维模型困难及重复建模等问题,避免大量人力财力的耗费,促使三维设计的推广应用顺利推进,国家电网经研院于 2018 年制定了适合输变电工程建设、可扩展的国家电网 GIM 标准体系。输变电工程三维设计模型(*.GIM)以输变电工程各相关信息数据为基础,具备完备性、关联性、一致性、唯一性、扩展性等特点,满足可视化、可分析、可编辑、可出图等工程全生命周期应用需求。GIM 标准对设计对象、过程、成果的规范进行统一,构建全专业、全过程覆盖的技术标准体系,并形成上下游业务环节的数据对接标准。

表 3: 国家电网于 2018-2019 年发布的 GIM 标准文件

序号	文件
1	《输变电工程三维设计模型交互规范》
2	《输变电工程三维设计软件基本功能规范》
3	《输变电工程三维设计建模规范.第 1 部分: 变电站(换流站)》
4	《输变电工程三维设计建模规范.第 2 部分: 架空输电线路》
5	《输变电工程三维设计技术导则.第 2 部分: 架空输电线路》
6	《输变电工程数字化移交技术导则.第 1 部分: 变电站(换流站)》
7	《输变电工程数字化移交技术导则.第 2 部分: 架空线路》
8	《输变电工程三维设计技术导则第 1 部分: 变电站(换流站)》

数据来源: I-GIM 官网, 东吴证券研究所

3.2.2. 参与三维设计标准制定, 全面支撑电网企业三维设计工作

恒华科技始终密切关注行业发展态势, 为抓住电力体制改革的市场机遇, 于 2017 年对现有业务体系进行了全面整合与划分, 形成设计板块、基建管理板块和配售电板块三大主要业务体系。其中, 设计板块的业务规模近年来不断提升, 已成为恒华科技的业务重点。

在线上信息化服务方面, 设计版块业务主要向电网公司、设计企业用户提供三维输电线路设计、三维变电设计、三维电缆设计、三维配网设计的软件产品、在线设计院 SaaS 产品及电网工程造价编制软件产品等线上信息化服务。在线下技术服务方面, 配套提供电网规划、咨询、主网、配网设计等服务。恒华科技的设计软件产品覆盖电网三维设计全专业, 深度契合电网设计企业需求, 全面支撑电网设计企业开展三维设计工作。

设计业务板块成为恒华科技的业务收入的主要来源, 2020 年实现 4.88 亿元的营收。公司抓住国网持续推进输变电工程三维设计的改革机遇, 凭借扎实的底层 BIM 技术平台与销售资源的大量倾斜, 三维设计软件产品销售量持续大幅增加。据公司 2020 年度报告披露, 当前三维线路设计软件市场占有率超过 50%, 占据了领先的市场地位。

2021 年 6 月, 中国电力企业联合会发布公告, 批准公布了最新一批团体标准, 将于 2021 年 10 月 1 日正式实施。其中, 恒华科技参与制定了六项输变电工程三维设计团体标准。参与行业标准等相关体系的制定, 充分说明恒华科技在输变电工程三维设计方面深厚的技术积累和业内的认可和信任, 公司的话语权进一步提升, 行业地位有所提高。该批团体标准的发布与实施, 将有力解决输变电工程设计阶段三维模型构建和信息孤岛问题, 实现全专业、全过程信息共享, 进而全面提升输变电工程设计质量和效率。

表 4: 恒华科技参与制定的标准

序号	标准编号	标准名称
1	T/CEC 5055-2021	输变电工程三维设计模型数据交互规范
2	T/CEC 5056.2-2021	输变电工程三维设计建模规范 第 2 部分: 架空线路
3	T/CEC 5056.3-2021	输变电工程三维设计建模规范 第 3 部分: 电缆线路
4	T/CEC 5057.2-2021	输变电工程三维设计应用范围和深度规定第 2 部分: 架空线路
5	T/CEC 5058-2021	电缆线路工程数字化移交技术导则
6	T/CEC 5059-2021	输变电工程三维设计软件平台基本功能规范

数据来源: 恒华科技官网, 东吴证券研究所

作为行业体系制定的参与者, 恒华科技本身的产品已经率先以国家最新的规范和标准为依据, 将电网工程三维设计与工程造价深度融合, 提供高质量的电网工程全生命周期一体化服务。我们认为, 未来, 公司将成为电力系统 BIM 行业国内厂商中的牵头人与领导者, 同时是国外龙头厂商的有力竞争者。

4. 盈利预测

4.1. 关键假设

公司电力系统 BIM 软件业务受电网加速配用电网建设、行业国产替代加快等因素影响, 营业收入将获得较快增长。

国内分布式光伏电站将自 2022 年起加速建设, 恒华科技成功切入分布式光伏电站设计领域, 有望给营收带来更大增量。

公司秉持 BIM 软件重心的发展战略, 未来将减少 EPC 等工程建设项目拿单, 该板块业务占公司营收比重或将逐步减小。同时由于该板块业务毛利率较低, 公司总体毛利率有望获得提升。

4.2. 盈利预测和估值评级

基于恒华科技的业务布局, 我们选取中望软件、广联达作为可比公司: 中望软件是国内领先的研发设计类工业软件供应商, 公司主要从事 CAD/CAM/CAE 等研发设计类工业软件的研发、推广与销售业务。广联达主要业务是提供建设工程领域专业的软硬件产品和解决方案, 主要产品有工程造价软件、项目管理软件以及进行相关的服务。

表 5: 恒华科技可比公司估值 (截至 2022 年 1 月 6 日)

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688083.SH	中望软件	348.05	0.62	215.60	2.89	4.13	5.94	120	84	59
002410.SZ	广联达	61.04	11.89	725.74	0.56	0.81	1.07	109	75	57
平均值								115	80	58
300365.SZ	恒华科技	10.53	6.00	63.16	0.24	0.48	0.71	44	22	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 除恒华科技外可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润为 1.43/2.88/4.28 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.24/0.48/0.71 元, 当前股价对应 PE 分别为 44/22/15 倍, 考虑到国内电力系统 BIM 软件优质标的稀缺, 国产替代推进及新能源分布式发电下公司下游需求有望持续扩张, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

新能源相关业务推进不及预期的风险: 公司当前积极拓展水务、交通等新兴业务领域, 同时在分布式光伏电站设计领域取得了较好的进展, 如果未来新能源相关业务推进不及预期, 可能会影响公司的收入增长速度。

下游需求增长不及预期的风险: 公司当前加快 BIM 赋能新能源电厂设计, 拓展新能源领域业务布局, 挖掘未来新的利润增长点。如果下游需求增长不及预期, 可能对公司业绩增速产生不利影响。

国产替代进度不及预期: 当前国内电力系统 BIM 软件供应商中, 海外公司占据较大份额, 恒华科技目前在设计领域已取得较好进展, 但在建设及运维领域仍有较大市场空间, 如果电力系统 BIM 软件国产化替代不及预期, 可能对公司业绩增速产生不利影响。

恒华科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,402	2,631	2,904	3,345	营业收入	965	974	1,254	1,610
现金	804	1,159	1,383	1,594	减:营业成本	651	619	685	812
应收账款	1,277	1,094	1,134	1,235	营业税金及附加	7	7	9	12
存货	173	155	177	206	营业费用	35	37	46	60
其他流动资产	148	223	211	310	管理费用	61	70	85	113
非流动资产	301	292	280	269	研发费用	97	107	140	182
长期股权投资	68	61	52	45	财务费用	10	0	0	0
固定资产	59	57	56	54	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	13	16	19	25
无形资产	10	9	7	6	其他收益	14	10	13	16
其他非流动资产	164	164	164	164	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,703	2,923	3,184	3,614	营业利润	94	159	319	473
流动负债	524	581	555	557	加:营业外净收支	-4	-2	-3	-3
短期借款	182	182	182	182	利润总额	90	157	316	470
应付账款	95	141	94	39	减:所得税费用	8	14	28	43
其他流动负债	247	258	279	335	少数股东损益	0	0	-1	-1
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	82	143	288	428
长期借款	0	0	0	0	EBIT	127	157	317	470
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	146	165	325	479
负债合计	524	581	555	557	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	90	90	89	89	每股收益(元)	0.14	0.24	0.48	0.71
归属母公司股东权益	2,089	2,251	2,540	2,968	每股净资产(元)	3.45	3.75	4.23	4.95
负债和股东权益	2,703	2,923	3,184	3,614	发行在外股份(百万股)	606	600	600	600
					ROIC(%)	4.9%	5.7%	10.3%	13.2%
					ROE(%)	3.9%	6.3%	11.4%	14.4%
					毛利率(%)	32.5%	36.5%	45.4%	49.6%
					销售净利率(%)	8.5%	14.7%	23.0%	26.6%
					资产负债率(%)	19.4%	19.9%	17.4%	15.4%
					收入增长率(%)	-14.1%	0.9%	28.7%	28.4%
					净利润增长率(%)	-72.1%	73.3%	101.8%	48.4%
					P/E	71.36	44.20	21.90	14.76
					P/B	2.90	2.81	2.49	2.13
					EV/EBITDA	37.12	32.29	15.75	10.24

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>