

证券研究报告—动态报告

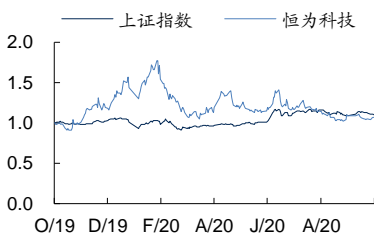
信息技术

通信

恒为科技(603496)
增持
2020 三季度报点评

(维持评级)

2020年10月30日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	201/199
总市值/流通(百万元)	4,016/3,973
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12个月最高/最低(元)	34.10/16.80

相关研究报告:

《恒为科技-603496-2020 中报点评: 疫情短期影响明显, 不改中长期反转信心》——2020-08-31

《恒为科技-603496-2020 年一季报点评: 疫情短期影响明显, 不改中长期反转信心》——2020-04-27

《恒为科技-603496-2019 年年报点评: 嵌入式业务快速增长, 网络可视化有望反弹》——2020-03-27

《恒为科技-603496-重大事件快评: 网络可视化龙头中标移动大单, 跨越拐点成长可期》——2019-12-05

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 库宏鑫

电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三季度增速恢复, 运营商可视化业务迎来反转

● 三季度营收恢复高增长

2020 年前三季度, 公司实现营收 3.09 亿元 (-7.10%), 归母净利润为 0.07 亿元 (-90.71%), 扣非归母净利润 0.05 亿元 (-91.97%)。单三季度来看, 公司单季实现营收 1.40 亿元 (+37.89%), 归母净利润为 0.27 亿元 (40.50%), 扣非归母净利润为 0.27 亿元 (40.62%), 三季度营收恢复高增长, 伴随运营商订单回暖, 四季度有望持续。

● 毛利率回升明显, 四季度有望持续高增长

公司单 Q3 毛利率为 50.98%, 环比上升约 4.75 个百分点。毛利率保持逐季提升, 主要因为业务结构的变化, 网络可视化业务占比逐步恢复。费用持续增长导致利润端压力较大, 前三季度销售费用同比增长 1.47%, 管理费用同比增长 0.94%, 研发费用同比增长 2.78%。另一方面, 公司三季度存货达到 3.75 亿, 同比增长 80.79%, 主要是备货购进的原材料增加, 以及为订单交付准备的半成品和成品增加所致。合同负债为 0.80 亿, 同比增长 55.91%, 四季度业绩有望持续高增长。

● 中标移动大单, 5G 可视化反转趋势确立

根据公告, 公司成为中国移动 5G 上网日志留存系统项目第 3 标包汇聚分流设备的第一中标候选人, 中标份额 40%, 中标金额 1.2 亿元。上半年运营商市场在基础网络升级的状况下, 推迟了可视化项目建设。5G 的建设必然推动网络可视化产业的升级, 运营商招标有望陆续启动, 行业已迎来反转。公司定增通过, 重点投向面向 5G 的网络可视化技术升级与产品研发项目, 同时积极扩大产能, 提升交付能力和质量。另一方面, 受益于信息产业国产化的发展, 公司嵌入式业务上半年有翻倍增长。信创产业今明两年迎来高峰, 有望推动该业务持续高增长。

● 风险提示: 运营商等下游网络可视化投入不及预期; 信创增速放缓。
● 投资建议: 维持“增持”评级。

预测 2020-2022 年收入为 5.26/7.29/9.69 亿元, 归母净利润由 0.92/1.31/1.72 亿元, 利润年增速分别为 36%/43%/31%, 摊薄 EPS=0.45/0.65/0.85 元。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

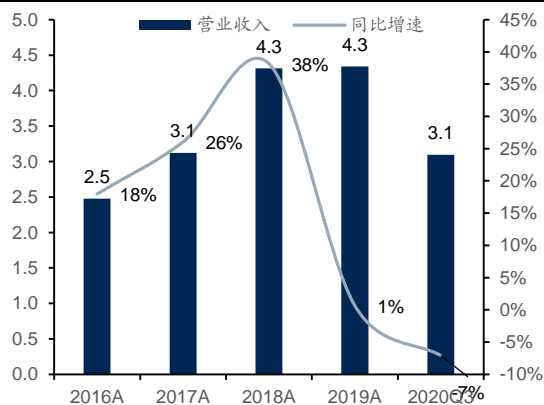
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	431	434	526	729	969
(+/-%)	38.2%	0.6%	21.3%	38.5%	32.9%
净利润(百万元)	105	67	92	131	172
(+/-%)	39.8%	-36.0%	36.3%	43.3%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.74	0.33	0.45	0.65	0.85
EBIT Margin	40.0%	37.6%	11.1%	12.7%	13.5%
净资产收益率(ROE)	14.0%	8.4%	10.8%	14.4%	17.2%
市盈率(PE)	38.4	59.9	44.0	30.7	23.4
EV/EBITDA	16.9	24.7	55.9	39.3	30.2
市净率(PB)	5.4	5.03	4.76	4.41	4.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

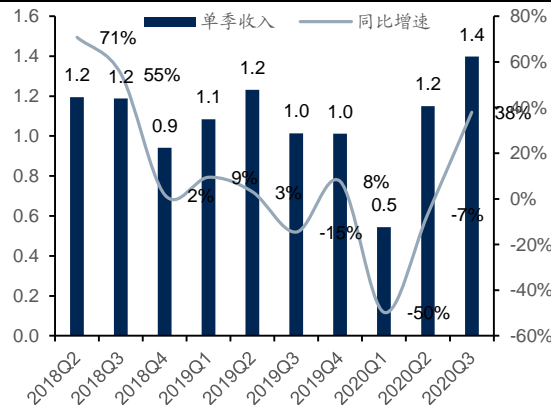
三季度增速恢复。2020年前三季度，公司实现营收3.09亿元（-7.10%），归母净利润为0.07亿元（-90.71%），扣非归母净利润0.05亿元（-91.97%）。单三季度来看，公司单季实现营收1.40亿元（+37.89%），归母净利润为0.27亿元（40.50%），扣非归母净利润为0.27亿元（40.62%）。公司已中标移动大单，运营商网络可视化订单已出现恢复迹象。叠加信创驱动下，嵌入式板块业务保持高增长，四季度有望持续加速。财务上看，公司三季度存货达到3.75亿，同比增长80.79%，主要是备货购进的原材料增加，以及为订单交付准备的半成品和成品增加所致。合同负债为0.80亿，同比增长55.91%，四季度可期。

图 1：恒为科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



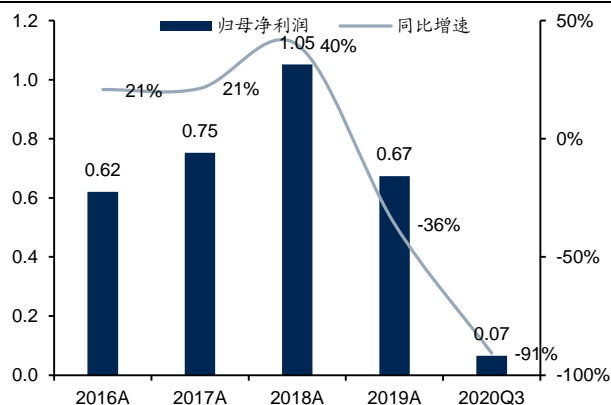
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒为科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



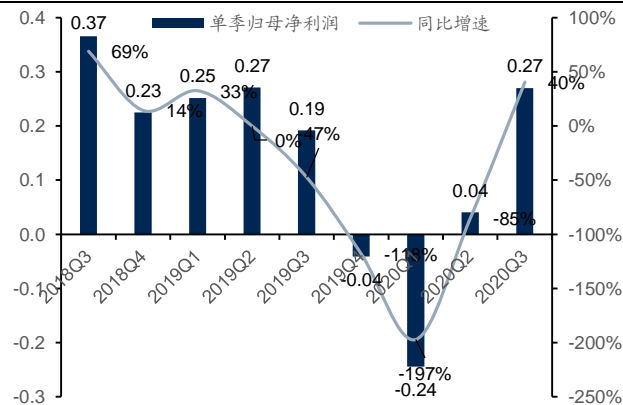
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：恒为科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



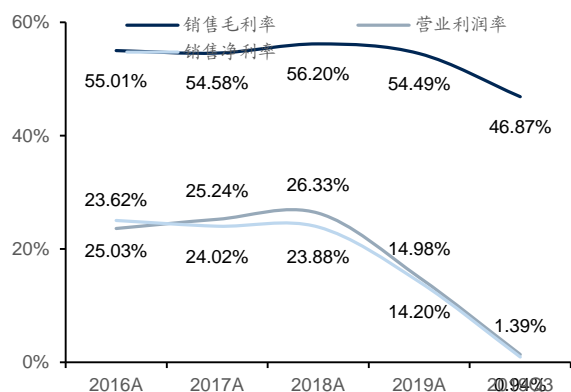
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：恒为科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

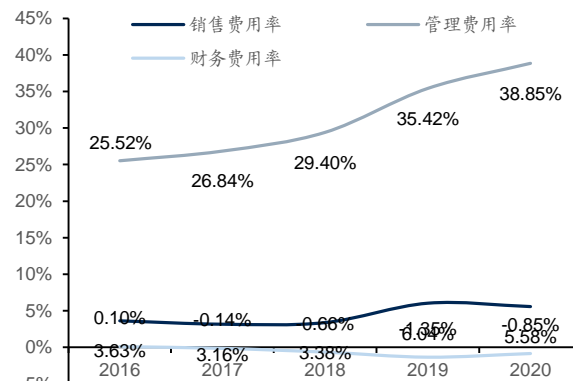


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

网络可视化业务恢复，带动公司整体毛利率回升。公司单Q3毛利率为50.98%，环比上升约4.75个百分点。毛利率保持逐季提升，主要因为业务结构的变化，网络可视化业务占比逐步恢复。费用持续增长导致利润端压力较大，前三季度销售费用同比增长1.47%，管理费用同比增长0.94%，研发费用同比增长2.78%。

图 5: 恒为科技毛利率、净利率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 恒为科技三项费用率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。预测 2020-2022 年收入为 5.26/7.29/9.69 亿元, 归母净利润由 0.92/1.31/1.72 亿元, 利润年增速分别为 36%/43%/31%, 摊薄 EPS=0.45/0.65/0.85 元。维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 201029	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
603496	恒为科技	19.90	40.00	0.3	0.5	0.7	0.9	60.3	44.2	30.6	23.4	8.4	1.22	增持
002912	中新赛克	75.26	131.31	2.8	1.3	1.8	3.3	27.3	58.8	41.4	23.0	19.4	-	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2021E		2019	2020E	2021E	2021E
现金及现金等价物	74	162	120	130	营业收入	434	526	729	969
应收款项	290	317	400	478	营业成本	198	280	391	531
存货净额	207	241	321	412	营业税金及附加	4	5	7	10
其他流动资产	181	158	219	291	销售费用	26	25	31	36
流动资产合计	752	879	1059	1311	管理费用	44	158	208	262
固定资产	157	169	179	188	财务费用	(6)	(2)	(2)	1
无形资产及其他	2	2	3	4	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	10	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	6	7	9	11	其他收入	(117)	29	35	41
资产总计	963	1105	1298	1561	营业利润	65	92	132	173
短期借款及交易性金融负债	19	25	66	136	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	84	115	163	224	利润总额	65	92	132	173
其他流动负债	56	117	160	212	所得税费用	3	8	12	16
流动负债合计	159	257	390	572	少数股东损益	(6)	(8)	(12)	(15)
长期借款及应付债券	5	5	5	5	归属于母公司净利润	67	92	131	172
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)				
负债合计	164	263	396	578	净利润	67	92	131	172
少数股东权益	(2)	(7)	(12)	(20)	资产减值准备	13	1	1	1
股东权益	801	848	915	1002	折旧摊销	7	18	20	22
负债和股东权益总计	963	1105	1298	1561	公允价值变动损失	(10)	1	1	1
					财务费用	(6)	(2)	(2)	1
关键财务与估值指标					营运资本变动	(216)	55	(131)	(128)
	2019	2020E	2021E	2021E	其它	(16)	(5)	(6)	(8)
每股收益	0.33	0.45	0.65	0.85	经营活动现金流	(155)	162	16	60
每股红利	0.16	0.22	0.32	0.42	资本开支	(39)	(33)	(33)	(33)
每股净资产	3.95	4.18	4.51	4.94	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	20%	6%	9%	11%	投资活动现金流	(41)	(35)	(35)	(35)
ROE	8%	11%	14%	17%	权益性融资	10	0	0	0
毛利率	54%	47%	46%	45%	负债净变化	5	0	0	0
EBIT Margin	38%	11%	13%	13%	支付股利、利息	(33)	(45)	(65)	(85)
EBITDA Margin	39%	15%	15%	16%	其它融资现金流	56	6	41	70
收入增长	1%	21%	39%	33%	融资活动现金流	10	(39)	(23)	(15)
净利润增长率	-36%	36%	43%	31%	现金净变动	(186)	88	(42)	10
资产负债率	17%	23%	30%	36%	货币资金的期初余额	260	74	162	120
息率	0.8%	1.1%	1.6%	2.1%	货币资金的期末余额	74	162	120	130
P/E	59.9	44.0	30.7	23.4	企业自由现金流	(93)	94	(59)	(20)
P/B	5.0	4.8	4.4	4.0	权益自由现金流	(32)	102	(16)	49
EV/EBITDA	24.7	55.9	39.3	30.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032