

**评级：审慎推荐**
**软件**
**公司点评报告**

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080510120006

联系人：杨虎 S1080110120062

电话：0755-25832693

邮件：yanghu@fcsc.cn

## 华胜天成（600410）

### ——并购谋扩张 备战云计算

#### 交易数据

52周内股价区间（元） 11.83—23.80

总市值（百万元） 6,623.79

流通股本（百万股） 487.54

流通股比率（%） 96.6%

#### 资产负债表摘要

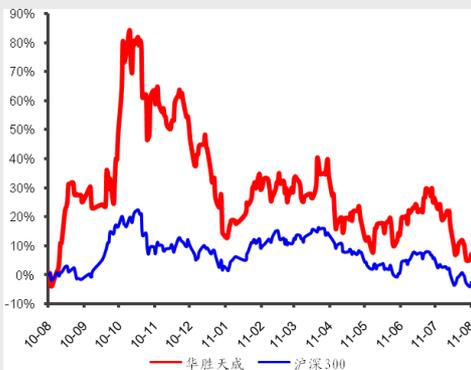
股东权益(百万元) 1,562.96

每股净资产 3.10

市净率 4.24

资产负债率 46.67%

#### 股价与沪深300指数比较



#### 相关报告

**事件：**华胜天成发布2011年半年报，2011年上半年，公司实现营业收入23.24亿元，同比增长20.2%；归属于上市公司股东净利润为0.88亿元，同比增长5.29%；2011年上半年实现EPS 0.1746元/股。

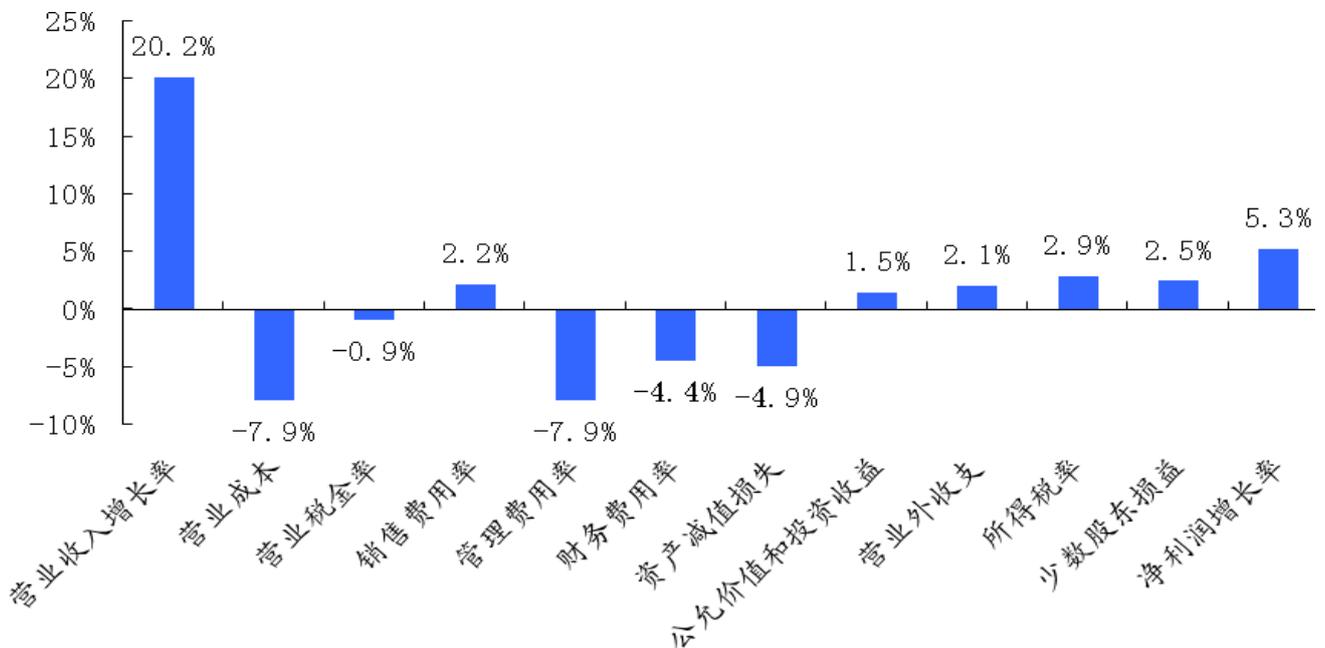
#### 点评：

- 利润增长低于收入增长 14.9PCT** 2011年上半年，公司归属于母公司股东净利润增长率较收入增长率低14.9PCT，主要由于销售毛利率下降和管理费用率上升造成。由于公司硬件及集成服务销售毛利率由2010H1的13.6%下降至2011H1的11.4%，以及软件业务销售毛利率同比下降2.2PCT，导致公司2011H1综合毛利率下降1.3PCT，从而影响公司净利润增长率-7.9PCT，后期随着公司专业服务与软件业务所占比重提升，以及软件规模化、产品化程度提高，公司销售毛利率有望逐步提升；管理费用同比增长27.57%，影响净利润增长率-7.9PCT，管理费用的大幅增加主要由于人工成本的大幅增长所致。
- 业务转型得力 专业服务与软件已成公司主要利润来源** 2011年上半年，公司向软件与服务转型的战略得到进一步的贯彻实施。2011年上半年，硬件及集成服务收入增速为23%，高于公司专业服务15%、软件18%的增速，但是硬件及集成服务占总收入的比重为59.9%，仍然处于近几年来较低的水平；但公司硬件及集成服务销售毛利仅为11.4%，远低于专业服务35%、软件21.1%的销售毛利，公司专业服务与软件销售毛利所占比重逐年攀升，已经高达62%，业已成为公司主要利润来源。
- 并购谋扩张 备战“云计算”** 2009年以来，华胜天成先后完成了5次收购：收购ASL（香港）、摩卡软件、磐天集团、I-Sprint Innovations Pte Ltd.（新加坡）、广州石竹，并新设两家子公司：北京永亚网安科技有限公司、北京中科通图信息技术有限公司。通过高频率的并购与新设子公司，华胜天成不仅实现了产品的区域扩张，如通过收购ASL进入香港、东南亚市场，还实现了行业扩张，通过历次收购，公司加强了在邮政、社保、税务及相关政府行业的竞争力，并将竞争力延伸至交通、制造等行业。最为重要的是，通过并购，增加自有技术储备，完善了产品线，现已形成基本覆盖“云计算”端到端主要环节的产品布局，能提供关于“云计算”集成解决方案，为公司迎接“云计算”产业的爆发做好技术与产品储备。如公司于7月发布公告，收购广州石竹计算机有限公司，通过此次收购，公司获得商业智能应用和专业数据治理领域相关技术与自主产品的产品，将使公司端到端服务能力更加完善。



- **IT 融资租赁市场广阔 公司竞争优势明显** 2011 年 7 月 30 日，公司公告投资 2000 万美元成立华胜天成融资租赁有限公司。通过提供专业的金融服务解决客户 IT 建设一次性投资过大、预算不足等问题，同时，该项服务将成为华胜天成差异化竞争优势，有助于公司开拓新客户。IT 融资租赁市场广阔，美国融资租赁业务在 IT 市场渗透率在 30%以上，我国提供相关业务的企业并不多、规模较小，华胜天成融资租赁业务将公司 IT 产品销售与融资租赁金融服务有效结合，在 IT 融资租赁细分行业具备显著的产业竞争优势，将成为公司新的业务增长点。
- **定向增发已获得证监会核准** 公司 7 月 16 日公告，公司非公开发行股票申请已获得证监会核准。此次非公开发行股票不超过 4416 万股，募集资金主要投向“云计算”环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目、面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案等 5 个项目。这些项目的启动，将进一步完善公司 IT 服务业务体系，丰富公司产品线，为公司创造新的盈利增长点。
- **“审慎推荐”评级** 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.47 元、0.58 元、和 0.84 元，按照最新股价 13.12 元，对应的 PE 分别为 29. x 倍、22. x 倍和 15. x 倍，给予“审慎推荐”评级。
- **风险提示** 研发员工人工成本上升，硬件及集成服务采购成本上升。

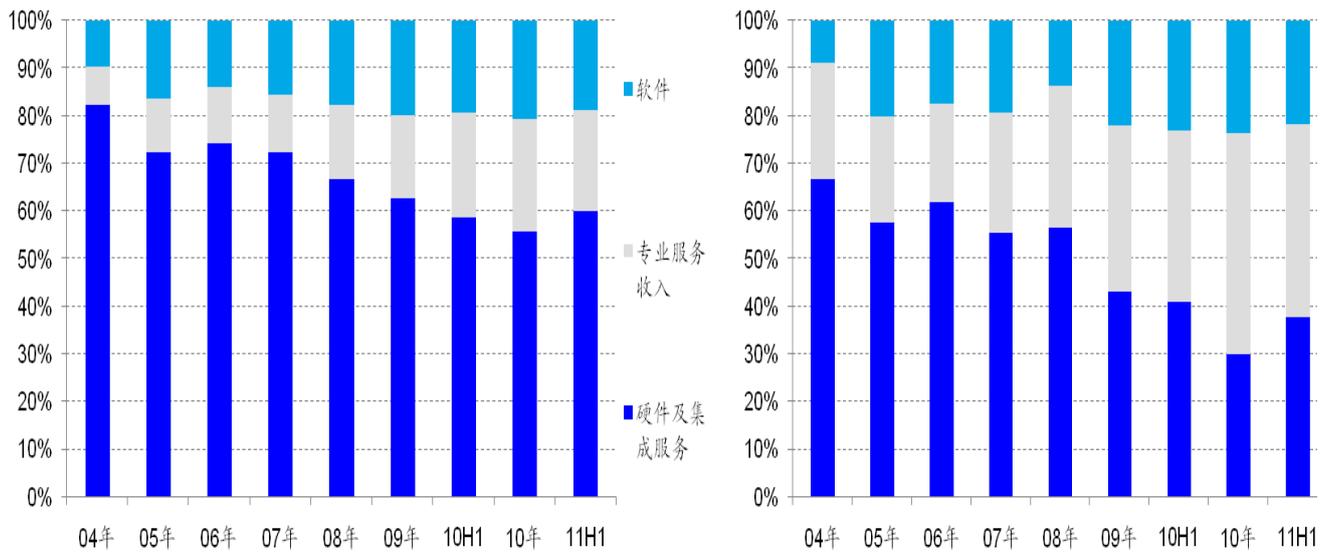
图 1、华胜天成净利润增长率分解



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



图 2、华胜天成历年分业务收入及毛利率结构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

### 公司的主要财务数据

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	407,543	493,108	603,573	738,669
同比 (%)	21.5%	21.0%	22.4%	22.4%
主营业务利润	79,292	95,275	120,467	153,315
同比 (%)	22.5%	20.2%	26.4%	27.3%
归属母公司净利润	20,758	22,809	29,314	42,280
同比 (%)	10.0%	9.9%	28.5%	44.2%
每股收益 (元)	0.41	0.45	0.58	0.84
ROE	12.6%	12.2%	13.6%	16.5%
P/E (倍)	31.91	29.04	22.60	15.67

数据来源：公司公告、第一创业研究所



## 华胜天成盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>2,999.4</b>	<b>3,488.6</b>	<b>4,113.5</b>	<b>4,928.2</b>	一、营业收入	4,075.4	4,931.1	6,035.7	7,386.7
货币资金	820.4	995.9	1,134.6	1,389.4	减: 营业成本	3,282.5	3,978.3	4,831.1	5,853.5
交易性金融资产	0.2	0.2	0.2	0.2	营业税金及附加	35.6	43.1	77.8	79.8
应收款项	1,079.3	1,215.9	1,488.3	1,821.4	销售费用	360.8	409.3	501.0	613.1
预付款项	279.1	327.0	397.1	481.1	管理费用	160.7	197.2	241.4	295.5
存货	754.9	884.1	1,027.9	1,170.7	财务费用	7.7	13.4	11.6	10.2
其他流动资产	65.5	65.5	65.5	65.5	资产减值损失	0.9	17.4	17.4	18.7
<b>非流动资产</b>	<b>407.5</b>	<b>398.5</b>	<b>390.4</b>	<b>398.7</b>	加: 公允价值变动收益	-0.4	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	8.7	8.7	8.7	8.7	投资收益	13.3	4.5	1.9	2.1
投资性房地产	16.2	16.2	16.2	16.2	其中: 联营企业收益	1.5	4.4	1.7	2.0
固定资产	204.3	208.8	214.2	217.2	二、营业利润	240.1	276.9	357.4	518.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	3.7	加: 营业外收入	5.3	8.0	8.4	8.8
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.6	1.6	1.7	1.8
无形资产及递延性资产	178.3	164.8	151.3	152.8	三、利润总额	243.8	283.2	364.0	525.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	11.8	28.3	36.4	52.5
<b>资产总计</b>	<b>3,406.9</b>	<b>3,887.1</b>	<b>4,503.9</b>	<b>5,326.9</b>	四、净利润	232.0	254.9	327.6	472.5
<b>流动负债</b>	<b>1,421.4</b>	<b>1,646.8</b>	<b>1,938.4</b>	<b>2,290.9</b>	归属母公司净利润	207.6	228.1	293.1	422.8
短期借款	129.5	129.5	129.5	129.5	少数股东损益与调整	24.4	26.8	34.4	49.7
应付账款	658.9	795.7	966.2	1,170.7	五、总股本(百万股)	504.9	504.9	504.9	504.9
预收帐款	451.8	540.4	661.4	809.5	EPS (元/股)	0.41	0.45	0.58	0.84
其他	181.2	181.2	181.2	181.2					
<b>长期负债</b>	<b>200.7</b>	<b>206.6</b>	<b>210.3</b>	<b>214.3</b>					
长期借款	157.6	160.1	160.1	160.1	<b>主要财务比率</b>				
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他	43.1	46.5	50.3	54.3	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1,622.0</b>	<b>1,853.4</b>	<b>2,148.7</b>	<b>2,505.3</b>	营业收入	21.5%	21.0%	22.4%	22.4%
少数股东权益	142.2	169.0	203.4	253.1	营业毛利	22.5%	20.2%	26.4%	27.3%
股本	504.9	504.9	504.9	504.9	EBIT	2.4%	28.6%	26.8%	41.7%
资本公积	470.7	470.7	470.7	470.7	净利润	10.0%	9.9%	28.5%	44.2%
留存收益	667.1	889.2	1,176.2	1,593.0	<b>获利能力</b>				
股东权益合计	1,784.9	2,033.7	2,355.2	2,821.7	毛利率	19.5%	19.3%	20.0%	20.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,406.9</b>	<b>3,887.1</b>	<b>4,503.9</b>	<b>5,326.9</b>	EBIT/收入	5.8%	6.1%	6.4%	7.4%
					净利率	5.1%	4.6%	4.9%	5.7%
					ROE	12.6%	12.2%	13.6%	16.5%
					ROIC	11.2%	11.0%	12.4%	15.2%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	47.6%	47.7%	47.7%	47.0%
<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	利息保障倍数	30.3	19.1	28.3	46.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>15.3</b>	<b>200.4</b>	<b>167.5</b>	<b>282.6</b>	速动比率	1.53	1.54	1.56	1.61
净利润	232.0	254.9	327.6	472.5	经营现金净额/当期债务	0.12	1.55	1.29	2.18
折旧摊销	11.9	24.1	24.1	9.0	<b>营运能力</b>				
财务费用	7.7	13.4	11.6	10.2	总资产周转率	1.20	1.27	1.34	1.39
投资损失	-13.3	-4.5	-1.9	-2.1	应收账款天数	95.34	88.77	88.77	88.77
营运资金变动	-282.6	-88.2	-194.7	-207.4	存货天数	82.8	80.0	76.6	72.0
其它	32.9	0.0	0.0	0.0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-30.8</b>	<b>-11.3</b>	<b>-14.9</b>	<b>-15.6</b>	EBIT/股本	0.47	0.60	0.76	1.08
资本支出	-37.9	-15.8	-16.8	-17.7	每股经营现金流	0.03	0.40	0.33	0.56
长期投资	15.6	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.25	3.69	4.26	5.09
其他	-8.4	4.5	1.9	2.1	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93.7</b>	<b>-13.5</b>	<b>-13.9</b>	<b>-12.2</b>	P/E	31.91	29.04	22.60	15.67
债务融资	210.9	2.5	0.0	0.0	P/B	4.03	3.55	3.08	2.58
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	1.63	1.34	1.10	0.90
其它	-117.2	-16.0	-13.9	-12.2	EV/EBITDA	27.90	21.12	16.92	12.48
<b>汇率变动影响</b>	<b>-5.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>72.8</b>	<b>175.6</b>	<b>138.7</b>	<b>254.8</b>					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120