

2011年10月30日

TMT--计算机软件

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 14.42

目标价(元): 16.24

华胜天成(600410)

转型期收入与盈利现背离，关注云计算推广

投资评级: A--买入(重申)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 陈筱

电话: 021-33938376

公司基本数据

总股本(万股)	54389.62
流通 A 股/B 股(万股)	48753.66/0.00
资产负债率(%)	46.08
每股净资产(元)	3.97
市净率(倍)	3.63
净资产收益率(加权)	5.70
12 个月内最高/最低价	23.8/12.4

股价走势图



相关研究报告

1 《云服务转型+外延式扩张迎增长拐点》，2011.10.21

◎事项:

业绩下滑 26.7%，低于市场预期。华胜天成（600410）10月28日发布三季报，公司1-9月实现收入34.09亿元，同比增长25.01%，实现归属母公司的净利润9409.13万元，同比减少了26.68%。其中，7-9月的收入同比下滑6.15%，净利润同比下滑-87.80%。摊薄后的EPS为0.19元。低于市场预期。

◎主要观点:

◆**规模扩张导致盈利收入现背离，毛利率略有下降。**公司前三季度业绩实现了一定增长是由于公司的产品及服务进一步得到了客户的认可，仅第三季度的订单金额就达到了12.93亿元，同比增长了35.53%。这反映了在云计算的优先布局和稳定的客户优势基础上，公司产品正在从传统优势行业进行推广。前三季度净利润同比降低约26.68%，其中，净利润同比下滑-87.80%，除了因为市场竞争及新产品推广等因素导致的综合毛利率下降之外，货币政策偏紧导致客户赊销以及应收账款产生较大幅度的增加，由此带来的坏账准备计提大幅增加也对利润水平产生一定的影响。另外，前三季度公司产品综合毛利率为17.92%，同比下降1.88个百分点。其中，系统产品及系统集成服务毛利率为12.87%，同比降低0.63个百分点，这主要由于市场竞争激烈以及电信运营商集中采购增加等因素导致。专业服务业务的毛利率32.13%，与去年同期基本持平。软件及软件开发业务的毛利率为17.14%，相比上年同期23.18%下降近6.04个百分点，主要由于公司新研发及承接的基于云计算、移动互联网等技术的软件业务尚处于投入期，产品成熟度和规模效益还有待提升，预计随着产品技术的不断完善和市场份额的逐步提升，软件业务毛利率水平将得到有效改善。

◆**规模扩张拖累利润，关注外延扩张协同效应发挥。**1-9月公司销售费用同比增长12.59%，管理费用同比增长24.82%，期间费用的增长主要由于经营规模的持续扩大、收购广州石竹等公司带来的运营费用增加、为提高对新兴重点产品和重点行业的拓展力度，在研发及市场推广上投入的资源也大幅增长所致。此外，由于公司股权激励计划实施所产生的费用摊销相比上年同期增加约1265万元，也对运营费用的增加产生一定的影响；财务费用较上年同期大

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	3354.37	4075.43	11.17	4992.40	6362.81	8421.18
同比增速(%)	13.88	21.50	-6.15	22.50	27.45	32.35
净利润(百万)	188.64	207.58	5.93	233.85	317.59	417.01
同比增速(%)	-6.68	10.04	-87.08	12.65	35.81	31.31
毛利率(%)	19.30	19.46	17.05	19.35	19.40	19.52
每股盈利(元)	0.41	0.41	0.01	0.43	0.58	0.77
ROE(%)	11.67	13.00	0.36	10.24	12.79	14.71
PE(倍)	0.00	0.00	0.00	33.53	24.86	18.73

幅增加 834 万元，增长近 1.6 倍，主要由于公司业务规模扩大导致银行借款增加，带来利息费用支出大幅上升所致。关注未来公司能否通过顺利扩大云计算的营收规模，以及加速使得外延收购业务及时发挥整合效应，以摊低成本，尽快恢复盈利能力。

转型期经历业绩下滑阵痛，看好长期投资价值，维持买入。虽然目前公司仍面临着云服务前期投入过大、外延收购带来的运营费用的扩张，可能会使公司面临上市之后新的压力高点。但是鉴于公司在云计算领域预先布局的先发优势、具有战略性前瞻的外延收购布局，以及公司雄厚的客户基础和不断强化的品牌效应。维持原有的盈利预测，公司 2011-2013 年可实现的 EPS 分别为 0.43、0.55 和 0.77 元，分别对应 33.53、24.86 和 18.73 倍 PE，合理价位为 16.24 元，对应 2012 年 28 倍 PE，仍维持买入评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2999.40	4240.11	5348.83	7253.33
现金	820.38	1482.27	1865.88	2484.90
应收账款	955.57	716.92	1580.56	1346.26
其它应收款	55.32	85.12	89.68	144.41
预付账款	279.11	153.89	457.68	310.20
存货	754.93	1570.36	1175.90	2590.46
其他	134.09	231.53	179.12	377.10
非流动资产	407.53	426.67	462.72	473.92
长期投资	4.36	3.81	4.30	4.26
固定资产	204.30	255.13	267.46	294.45
无形资产	48.22	48.75	51.88	43.39
其他	150.65	118.99	139.09	131.82
资产总计	3406.93	4666.78	5811.54	7727.25
流动负债	1421.38	2050.46	2947.64	4543.22
短期借款	129.54	108.00	955.82	1323.85
应付账款	530.30	788.64	858.17	1339.86
其他	761.54	1153.82	1133.66	1879.52
非流动负债	200.65	171.19	148.40	115.84
长期借款	157.56	129.88	106.20	74.08
其他	43.09	41.31	42.20	41.76
负债合计	1622.03	2221.66	3096.04	4659.06
少数股东权益	142.21	158.82	188.59	222.90
归属母公司股东权益	1642.69	2286.31	2526.91	2845.29
负债和股东权益	3406.93	4666.78	5811.54	7727.25

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	16.40	362.08	-285.72	474.73
净利润	231.97	250.45	347.36	451.32
折旧摊销	38.62	39.25	49.92	60.67
财务费用	7.67	15.00	16.09	22.86
投资损失	-13.26	-4.21	-8.73	-6.47
营运资金变动	-232.28	63.14	-689.85	-52.62
其它	-16.31	-1.56	-0.52	-1.04
投资活动现金流	-77.32	-77.23	-64.42	-70.52
资本支出	100.60	24.17	33.32	12.36
长期投资	8.94	0.54	-0.48	0.03
其他	32.22	-52.51	-31.58	-58.13
筹资活动现金流	111.01	373.40	-101.48	-159.51
短期借款	50.37	-25.18	12.59	-6.30
长期借款	157.56	-27.68	-23.68	-32.12
其他	-96.91	426.27	-90.39	-121.10
现金净增加额	50.09	658.25	-451.62	244.69

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4075.43	4992.40	6362.81	8421.18
营业成本	3282.51	4026.37	5128.23	6777.37
营业税金及附加	35.59	47.91	58.32	76.63
营业费用	360.81	429.45	549.11	725.57
管理费用	160.69	200.20	244.97	330.11
财务费用	7.67	15.00	16.09	22.86
资产减值损失	0.94	13.61	9.41	17.71
公允价值变动收益	-0.43	1.51	0.54	1.02
投资净收益	13.26	4.21	8.73	6.47
营业利润	240.06	265.58	365.96	478.42
营业外收入	5.30	8.00	6.65	7.33
营业外支出	1.57	1.69	1.63	1.66
利润总额	243.79	271.89	370.98	484.09
所得税	11.82	21.43	23.62	32.77
净利润	231.97	250.45	347.36	451.32
少数股东损益	24.39	16.61	29.77	34.30
归属母公司净利润	207.58	233.85	317.59	417.01
EBITDA	267.75	283.70	401.36	546.58
EPS (元)	0.41	0.43	0.58	0.77

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.50%	22.50%	27.45%	32.35%
营业利润	14.94%	10.63%	37.80%	30.73%
归属母公司净利润	10.04%	12.65%	35.81%	31.31%
获利能力				
毛利率	19.46%	19.35%	19.40%	19.52%
净利率	5.69%	5.02%	5.46%	5.36%
ROE	13.00%	10.24%	12.79%	14.71%
ROIC	11.10%	8.70%	9.00%	10.51%
偿债能力				
资产负债率	47.61%	47.61%	53.27%	60.29%
净负债比率	16.08%	11.06%	40.39%	46.71%
流动比率	2.11	2.07	1.81	1.60
速动比率	1.58	1.30	1.42	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.24	1.21	1.24
应收帐款周转率	5.11	5.97	5.54	5.75
应付帐款周转率	6.35	6.11	6.23	6.17
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.43	0.58	0.77
每股经营现金	0.03	0.67	-0.53	0.87
每股净资产	3.54	4.23	4.72	5.37
估值比率				
P/E	0.00	33.53	24.86	18.73
P/B	0.00	3.41	3.06	2.69
EV/EBITDA	-1.34	21.82	16.63	11.75

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。