

中国：软件

2015 年 04 月 10 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**17.5%**

 日期 **2015/04/09**

收盘价	RMB34.02
十二个月目标价	RMB40.00
前次目标价	RMB35.00
上海 A 股指数	4,148.4

信息更新：

- ▶ 华胜天成 2014 年营收因业务转型而同比下滑 11%。净利润为人民币 9,500 万元，与公司业绩快报相符。
- ▶ 我们重申买入评级，目标价上调至人民币 40 元。

本中心观点：

- ▶ 我们依然看好 1) 公司可信开放高端计算系统的增长动能；及 2) 公司与 IBM 合作生产高端 IT 系统。

公司简介： 华胜天成成为电信和金融行业提供系统集成服务。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB21,272.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB891.9 百万元
总股本股数 (百万股)	641.3
流通 A 股股数比例	99.4%
大股东：持股比例	王维航, 10.1%
净负债比率	(29.1%)
每股净值 (2015F)	RMB3.95 元
市净率 (2015F)	8.62 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	4,816	4,279	5,940	7,689
营业利润 **	97	143	505	892
税后净利润 *	42	95	344	675
每股收益(元)	0.06	0.15	0.54	1.05
每股收益年增长率 (%)	(73.6)	129.9	261.2	96.5
每股股利(元)	0.21	0.49	1.77	3.48
市盈率 (倍)	527.3	229.4	63.5	32.3
股利收益率(%)	0.6	1.4	5.2	10.2
净资产收益率 (%)	1.7	3.7	12.3	20.6

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
王 佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

华胜天成 (600410 CH)

依然看好高端 IT 业务

重申买入评级，目标价上调至人民币 40 元： 我们依然看好华胜天成可信 IT 解决方案系统的增长动能，并对其与 IBM 合作开发高端 IT 系统持乐观看法。我们预计公司 2015/16 年盈利将同比增长 261%/97%。

业务转型导致 2014 年营收低于预期： 2014 年华胜天成营收同比下滑 11%至人民币 43 亿元，较本中心预期低 19%。我们认为营收不及预期的原因是 1) 公司业务重心转向开发可信 IT 解决方案；及 2) 降低 IT 系统授权业务的占比。然而，2014 年净利润同比增长 128%至人民币 9,500 万元，与公司 1 月份发布的业绩快报相符。我们认为盈利增长系因 1) 营收结构改善，高利润率的业务营收占比提高；及 2) 获得投资收益。

我们仍对华胜天成的可信 IT 解决方案系统以及与 IBM 合作开发国产高端 IT 解决方案持乐观态度。 华胜天成近期公告称公司将投资一项新的高端 IT 制造平台，这将进一步加深公司在高端 IT 系统领域的渗透率。借助与 IBM 的合作，我们预计高端服务器业务将贡献华胜天成 2015 年营收的 10%。

目标价上调至人民币 40 元： 本中心目标价系基于权重相同的现金流折现估值和市盈率估值。我们将市盈率估值中的目标市盈率从 62 倍调升至 86 倍，以反映 1) 公司可信 IT 解决方案业务稳健的增长前景；及 2) 近期板块估值飙升，2015 年板块平均市盈率目前达 80 倍 (年初为 50 倍)。主要下行风险包括：1) 板块估值回落；2) 与 IBM 的合作终止；3) 可信 IT 系统平台开发失败。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财务预估与股票估值

我们对华胜天成财务预估进行调整，以反映本中心对公司增长动能的最新看法。我们将 2015/16 年营收预估下调 15%/12%，以反映公司 2014 年营收增长不及本中心预期，并相应将盈利预估下调 4%/9%。但是，我们将 2015/16 年净利率预估各上调 1 个百分点，以反映公司面向利润率更高的专业服务以及可信 IT 解决方案而进行的业务转型。

我们对华胜天成重申买入评级，调高目标价至人民币 40 元，较当前股价隐含 17% 的上涨空间。本中心估值系基于权重相同的 2015 年预期现金流折现估值和市盈率估值方法平均计算得出。本中心最新现金流折现估值目标价为人民币 34.1 元（前次为人民币 36 元），反映了本中心盈利预估调整。我们将市盈率估值中的目标价市盈率倍数由 62 倍上调至 86 倍，以反映近期中国 A 股软件板块的估值上扬。相应地，我们得出上调后的目标价为人民币 40 元。

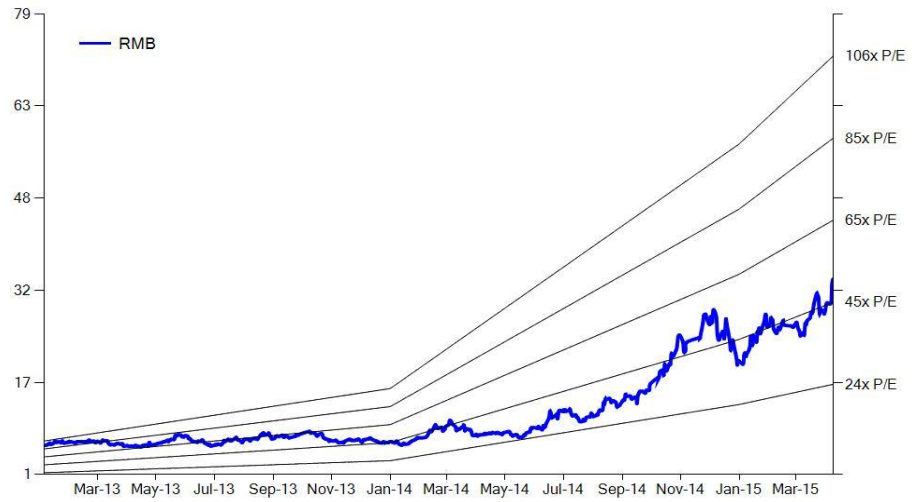
主要下行风险：1) 板块估值回落；2) 与 IBM 的合作终止；3) 可信 IT 系统平台开发失败。

图 1：本中心关于华胜天成的财务预估与估值调整

人民币 百万	调整前		调整后		变动	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
营收	7,004	8,771	5,940	7,689	-15.2%	-12.3%
净利润	357	741	344	675	-3.8%	-8.9%
每股收益	0.55	1.15	0.54	1.05	-2.6%	-8.4%
2015 年预期现金流折现估值目标价（人民币）	36.0		34.1		-5%	
2015 年预期市盈率（倍）	62		86		38%	
目标价（人民币）	35		40		14%	

资料来源：公司资料，元大

图 2：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 3：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	780	1,333	1,806	1,204	762
存货	500	521	676	934	1,203
应收帐款及票据	1,959	1,823	1,727	2,282	2,813
其他流动资产	561	679	631	642	730
流动资产	3,800	4,356	4,840	5,062	5,507
长期投资	25	15	64	35	38
固定资产	863	157	202	263	270
什项资产	(133)	1,178	1,503	1,594	1,781
其他资产	756	1,351	1,768	1,892	2,090
资产总额	4,556	5,707	6,608	6,954	7,597
应付帐款及票据	990	1,041	1,193	1,460	1,843
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	789	964	1,329	1,401	1,769
流动负债	1,779	2,005	2,523	2,861	3,613
长期借款	138	216	446	357	285
其他负债及准备	103	989	981	830	61
长期负债	242	1,205	1,427	1,187	346
负债总额	2,020	3,210	3,950	4,048	3,959
股本	648	646	641	641	641
资本公积	166	168	176	636	1,251
保留盈余	905	880	934	934	934
换算调整数	650	624	564	319	371
归属母公司之权益	2,370	2,318	2,316	2,530	3,197
少数股权	166	179	343	376	441
股东权益总额	2,535	2,497	2,659	2,906	3,638

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	171	51	105	377	741
折旧及摊提	(70)	(86)	(100)	(64)	(63)
本期营运资金变动	(132)	93	61	(594)	(466)
其他营业资产	270	231	216	475	938
营运活动之现金流量	138	324	276	(119)	471
资本支出	(101)	(854)	(666)	(61)	(70)
本期长期投资变动	(56)	(1,728)	(1,391)	(1,058)	(1,392)
其他资产变动	(4)	1,895	1,570	278	322
投资活动之现金流量	(161)	(687)	(488)	(841)	(1,141)
股本变动	5	0	157	126	100
本期负债变动	857	2,188	1,482	1,186	949
其他调整数	(1,059)	(1,227)	(1,047)	(827)	(829)
融资活动之现金流量	(197)	961	592	484	220
本期产生现金流量	(221)	593	381	(475)	(449)
自由现金流量	49	(599)	(373)	(124)	344

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	5,237	4,816	4,279	5,940	7,689
销货成本	(4,369)	(4,050)	(3,476)	(4,862)	(6,141)
营业毛利	868	766	803	1,078	1,549
营业费用	(637)	(669)	(659)	(573)	(656)
营业利润	231	97	143	505	892
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(28)	(52)	(71)	(104)	(95)
利息收入净额	(28)	(52)	(71)	(104)	(95)
投资利益(损失)净额	3	2	40	9	10
其他业外收入(支出)净额	11	34	22	30	40
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	190	70	116	415	815
所得税费用	(20)	(20)	(11)	(38)	(75)
少数股权净利	(14)	(9)	(10)	(33)	(65)
归属母公司之净利	157	42	95	344	675
税前息前折旧摊销前净利	301	183	244	569	956
每股收益 (RMB)	0.24	0.06	0.15	0.54	1.05
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.24	0.06	0.15	0.54	1.053

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	3.0	(8.0)	(11.2)	38.8	29.4
营业利润	(27.9)	(58.1)	48.4	252.7	76.6
税前息前折旧摊销前净	(22.7)	(39.3)	33.3	133.5	68.0
税后净利润	(31.6)	(73.3)	127.8	261.2	96.5
每股收益	(34.07)	(73.63)	129.89	261.20	96.53
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	16.6	15.9	18.8	18.1	20.1
营业利润率	4.4	2.0	3.3	8.5	11.6
税前息前 折旧摊销前净利率	5.7	3.8	5.7	9.6	12.4
税后净利率	3.0	0.9	2.2	5.8	8.8
资产报酬率	3.9	1.0	1.7	5.6	10.2
净资产收益率	6.3	1.7	3.7	12.3	20.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	5.4	8.6	16.8	12.3	7.8
净现金(负债)权益比(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息保障倍数 (倍)	7.9	2.4	2.6	5.0	9.6
利息及短期债	7.9	2.4	2.6	5.0	9.6
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	5.0	6.3	3.9	N.A.	5.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	5.0	6.3	3.9	N.A.	5.0
流动比率 (倍)	2.1	2.2	1.9	1.8	1.5
速动比率 (倍)	1.9	1.9	1.7	1.4	1.2
净负债 (RMB 百万元)	(642)	(1,117)	(1,360)	(847)	(477)
每股净值 (RMB)	3.70	3.58	3.61	3.95	4.98
评价指标 (倍)					
市盈率	139.0	527.3	229.4	63.5	32.3
股价自由现金流量比	447.5	(36.8)	(58.5)	(175.9)	63.5
市净率	9.2	9.5	9.4	8.6	6.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	72.4	120.5	89.6	38.4	22.8
股价营收比	4.2	4.6	5.1	3.7	2.8

资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

华胜天成 (600410 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/02/11	25.42	35.00	35.00	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼