证券研究报告—动态报告

信息技术

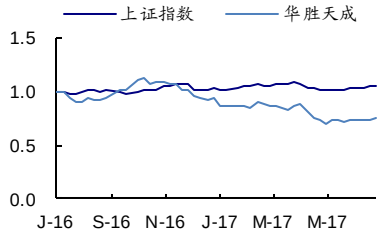
软件与服务

华胜天成(600410) 增持

2017 年半年报业绩预增点评

2017 年 07 月 11 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)	1,104/892
总市值/流通(百万元)	9,797/7,916
上证综指/深圳成指	3,213/10,506
12 个月最高/最低(元)	14.41/7.87

相关研究报告:
《华胜天成：激励有助于理顺委托代理关系》——2009-12-22
《华胜天成：从增长的角度看华胜》——2009-12-14
《华胜天成：4Q 订单创历史新高》——2009-03-18

证券分析师：高耀华
电话：010-88005312
E-MAIL：gaoyaohua@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060001
证券分析师：何立中
电话：010-88005322
E-MAIL：helz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516110003

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

从代理到自主可控云计算转型见效

● 2017 年中报业绩预增

2017 年 7 月 10 日晚公司公告预计 2017 上半年归母净利润约为 1.5 亿元，同比增 360%。公司投资的新三板公司兰德纵横网络在报告期内完成增发，产生投资收益 1.09 亿元。不考虑该投资收益 2017 上半年净利润增长 25.3%。

● 由外到内的升级转型

公司从产品代理到自主“云产品+云解决方案”全方位云服务的转型。公司基于和 IBM 多年合作积累的服务企业级客户的经验，在企业级客户原有的 IT 需求之上，顺势提供云计算服务。相比较阿里云、腾讯云，华胜天成有天然的熟悉客户、熟悉客户 IT 系统的优势。

● 软件百强排名 38 提升 17 位

2017 年《2017 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业》华胜天成排名第 38 位。2017 年百强排名华胜天成较 2016 年提升 17 位。

● 创始人增持 3~6 亿元体现管理层的信心

公司 5 月 25 日公告，自公告日起未来 12 个月内，公司董事长王维航拟增持公司股份，增持金额 3~6 亿元。按照昨日收盘价 8.87 元/股，预计增持比例占总股本 110448.42 万股的 3%~6%之间。

● PB 低于均值和中位数，86%时间内大于现在 PB

截止 7 月 10 日，公司 PB（TTM）2 倍，公司上市以来的历史 PB（TTM）均值 4.36 倍，中位数 3.95 倍，华胜天成历史 PB（TTM）在 86%的时间内都是大于现在 PB。从 PB 历史估值看，公司的股价处于历史底部。

● 盈利预测及投资建议

我们预测 2017~2019 年营业收入分别为 52.35 亿元、59.37 亿元、68.67 亿元，分别增长 9.1%、10.7%、11.2%。净利润分别为 2.02 亿元、2.06 亿元、3.01 亿元，分别增长 464.2%、1.9%、46.3%。对应 PE 分别为 48.9 倍、48 倍、32.8 倍。基于以上判断我们首次覆盖给予增持评级。

● 风险提示

云计算业务发展不及预期，竞争对手云服务替代公司业务。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,793	4,800	5,235	5,937	6,867
(+/-%)	*12.0%*	*0.1%*	*9.1%*	*13.4%*	*15.7%*
净利润(百万元)	52	36	201.98	205.79	301.14
(+/-%)	*-45.6%*	*-30.8%*	*464.2%*	*1.9%*	*46.3%*
摊薄每股收益(元)	0.05	0.03	0.18	0.19	0.27
EBIT Margin	3.7%	2.8%	0.6%	2.8%	3.9%
净资产收益率(ROE)	2.2%	0.7%	4.1%	4.2%	5.9%
市盈率(PE)	189.2	273.7	48.9	48.0	32.8
EV/EBITDA	52.1	57.7	110.8	46.1	32.9
市净率(PB)	4.2	2.0	2.03	1.99	1.95

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

由外到内的升级转型

从产品代理到专业服务

1998 年北京华胜天成科技有限公司正式成立，公司是从电子部六所华南计算机研究所基础上发展而来。电子不六所和中科院计算所、航天长峰下属 706 所是国内最知名大三计算机研究所，公司最初是做 SUN 服务器代理。

1999 年从事网络平台集成，抓住电信运营商网络基础设施建投机会，为电信行业客户提供计算和通信平台集成及相关服务。

2000 年发展应用系统集成业务，电信和金融行业客户的需求从网络基础建设和基础服务向增值业务和个性化产品发展，对应用的需求日益提高。华胜天成通过网络平台集成业务积累了技术和经验，将研发重点从平台集成技术转移到应用技术层面，开发了具有自主知识产权的 Teamsun 呼叫中心 CTI 平台系统、Teamsun 自动语音应答系统。

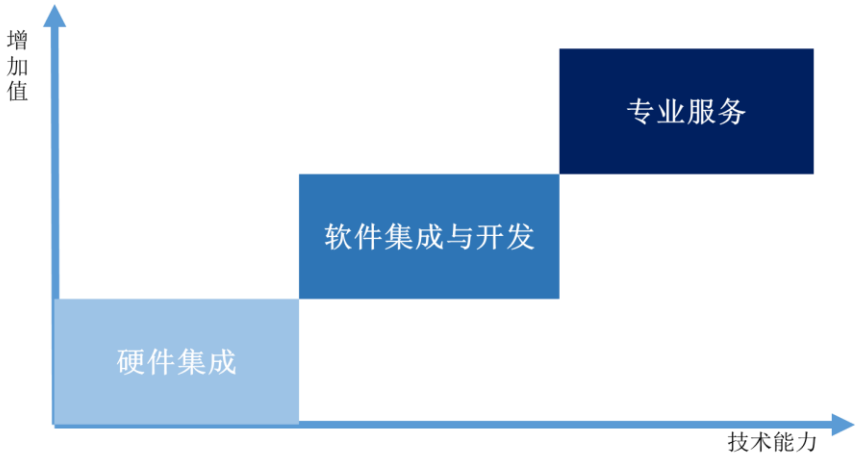
2001 年重点发展专业服务，开发了用哟电信资源整合和客户管理的应用软件，大型集成项目的能力逐步提高。电信、金融领域客户想华胜天成购买专业服务。

2002 年抓住中国电信和中国网通的小灵通和中国联通的 CDMA 网建设，公司的网络平台集成业务又迎来大需求。

2003 年公司新增城市无线宽带接入系统、交互式短信平台等基础电信网和移动电信增值等业务。

2004 年开始，公司向金融、邮政、政府等领域横向拓展。

图 1: IT 系统集成公司转型升级之路



资料来源：国信证券经济研究所整理

华胜天成与国内其他系统集成厂商成长路线一样:

- 在初始阶段从事技术附加值较低的硬件集成业务，通过项目积累技术能力和项目管理经验和品牌之后:
- 业务向附加值更高的应用软件集成和开发转化，为客户提供软硬件一体化

解决方案能力提升之后：

- 有能力的集成厂商开始为客户提供专业化的服务，确保系统稳定运行。

从专业服务到自主可控高端计算系统

随着互联网、云计算和大数据技术的发展，为相应国家提出的信息技术“自主、安全、可控”的号召，以及为提升公司的综合竞争实力，更好地服务行业客户，公司开始自行投入资源，致力于高端计算信息系统产品本地化研发和生产。通过引进国外知名 IT 厂商的先进技术，集合公司优势资源建立“大陆、台湾、美国硅谷”三地的研发和服务团队，公司于 2015 年开始陆续推出服务器、存储、数据库和中间件等自主品牌的高端计算系统软硬件产品。

表 1：华胜天成主营业务构成

系统集成	平台系统集成	服务器、存储、网络、通讯、安全、操作系统、系统管理、数据管理
	应用系统集成	数据库、中间件、安全系统、监控系统
软件及自主产品业务	软件产品	高端计算系统产品（服务器、操作系统、数据库、中间件及工具软件）、云计算架构产品（云计算+云存储+云安全）、大数据产品（大数据管理与分析共性服务支撑平台平台及应用）、云数据中心运营管理产品
	软件解决方案	虚拟化系统、云存储备份归档容灾系统、桌面云、绿色机房监控、业务服务管理系统、数据中心安全等解决方案。
专业 IT 服务	IT 运维	IT 系统设备维保服务
	专业服务	项目型专业服务：云计算解决方案设计及咨询服务；IT 系统集成咨询服务；绿色智能数据中心服务；虚拟化咨询服务；通信解决方案咨询服务；重大故障专项分析报告服务；集中存储备份建设服务。

资料来源：公司 2015 年年报，国信证券经济研究所整理

从自主可控高端产品到“云产品+云解决方案”全方位云服务

公司基于过往多年和 IBM 合作积累的服务企业级客户的经验，在企业级客户原有的 IT 需求之上，顺势提供云计算服务。相比较阿里云、腾讯云，华胜天成有天然的熟悉客户、熟悉客户的 IT 系统的优势。

现阶段的企业还不能直接地、完全地从传统自建 IT 系统模式转变到云计算模式，那么在现有的系统之上，逐步增加云计算服务将是最好的过渡和选择。华胜天成正式在这种 IT 产业背景之下，把握住在国内发展、推广云计算的契机，从 2011 年开始就布局云计算，至今已近有云计算的产品和解决方案。这是区别于其他云计算厂商的最大不同。例如，华胜天成的明星产品 NetF 应用交换机、天成云 iVCS 艾维虚拟计算系统、天成云 IaaS 资源管理平台等。

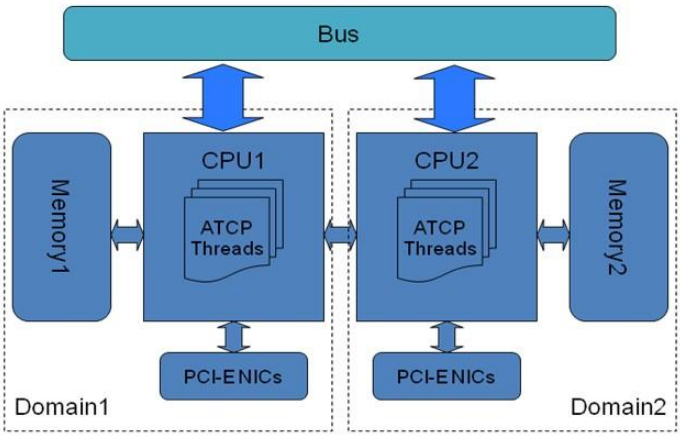
天成云 iVCS 艾维虚拟计算系统

天成云 iVCS 艾维虚拟计算系统是公司与北京航空航天大学联合开发的虚拟化产品，基于 X86 硬件平台，采用了基于内核的 KVM 虚拟化技术。该产品具有中文的图形管理界面，提供包括虚拟机迁移、虚拟网络、HA、计算与存储资源动态调整等功能，适用于 IT 基础架构整合的服务器虚拟化场景。iVCS 将分散于多个不同物理服务器上的应用程序移动到集中管理的虚拟环境中，简化企业 IT 管理，有效提升了 IT 系统的灵活性和可扩展性，具备简单易用、安全稳定、负载均衡等优势。

NetF 应用交换机

公司 NetF A0208/A0510/A1008 系列是基于多核架构开发、中国自主可控的网络应用交换机，其基于公司的卓越“一站式”IT 服务能力及 8000 家客户应用提炼而成。该产品内嵌公司成熟的系统优化及运维模型，可洞察系统运行的各类数据并进行分析，从而对系统运行实现提前预警，并可降低总拥有成本（TCO）。同时，该产品还具备 64 位系统、架构高弹性等优势，可实现应用加速、保障业务连续性，从而满足政府及企业对高效、安全、智能的应用加速需求。

图 2: 华胜天成 NetF 应用交换机引入全新 NUMA 架构工作原理

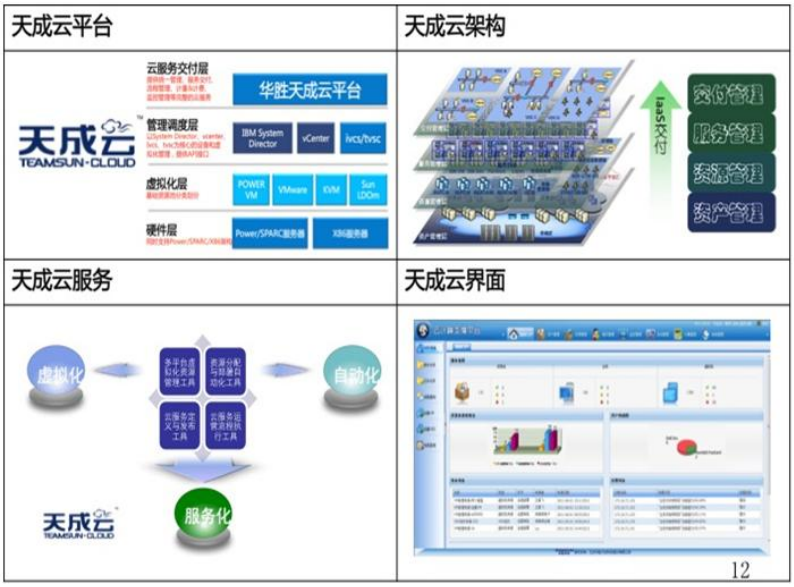


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

天成云 IaaS 资源管理平台

天成云 IaaS 管理平台针对企业数据中心 IaaS 云运营管理需求，通过实现资源管理的可视化和业务开通的自动化，帮助数据中心管理团队完成资源可见、能力可控、服务实时、质量可知的 IaaS 云运营管理过程，为数据中心客户提供标准化、流程化的 IaaS 云计算服务，从而将底层资产上的 IT 能力以服务的方式交付客户，并在此基础上实现资源使用的监控、计费、报表等功能。

图 3: 天成云平台、架构、服务及界面



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

软件百强排名 38 提升 17 位

2017 年中国电子信息行业联合会发布《2017 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业》名单，华胜天成排名第 38 位。华为、腾讯、中兴通讯、阿里巴巴、航天信息、浪潮、百度、中软国际、东软、京东名列 2017 年软件百强

前 10 名。

2016 年中国电子信息行业联合会、中国软件行业协会发布“中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业”华胜天成排名第 55 位。2017 年百强排名华胜天成较 2016 年提升 17 位。

创始人增持 3~6 亿元体现管理层的信心

公司 5 月 25 日公告，自公告日起未来 12 个月内，公司创始人、第一大股东王维航基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心，拟增持公司无限售流通 A 股股份。增持金额不低于 3 亿元人民币，不高于 6 亿元人民币，通过上海证券交易所集中竞价交易或者大宗交易等合法合规方式增持公司股票。

按照昨日收盘价 8.87 元/股计算，预计增持 3386 万股~6772 万股，预计增持比例占总股本 110448.42 万股的 3%~6%之间。

公司股权结构

截止 2017Q1，公司前十大股东持股比例合计达到 32.32%，第一大股东为公司董事长兼总裁王维航，持股比例 8.32%。

2017 年 5 月 25 日，公司发布《关于公司第一大股东增持公司股份计划的公告》，公告称公司第一大股东王维航先生或其一致行动人将通过上海证券交易所集中竞价交易或大宗交易等合法合规方式增持公司股票，本次增持计划的实施时间为 2017 年 5 月 25 日起的未来 12 个月内，增持金额不低于 3 亿元人民币，不高于 6 亿元人民币。本次增持计划展现出公司大股东及管理层对公司长期投资价值的认可及对公司未来持续稳定发展的信心。

图 4: 华胜天成截止 2017Q1 十大股东及持股比例

股东	持股比例
王维航	8.32%
西藏山南硅谷天堂昌吉投资管理有限公司-硅谷天堂溢鑫资产管理计划	4.72%
海富通基金-招商银行-厦门国际信托-厦门信托-汇金 1606 号华胜天成定增投资集合资金信托计划	4.72%
华安未来资产-包商银行-杭州泓浩投资管理有限公司	3.78%
刘燕京	2.24%
金元顺安基金-宁波银行-万向信托-西溪 715 号事务管理类单一资金信托	1.89%
建信基金-平安银行-渤海国际信托-渤海信托·汇义电子精选 8 号结构化证券投资集合资金信托计划	1.89%
建信基金-平安银行-渤海国际信托-渤海信托·汇义电子精选 7 号结构化证券投资集合资金信托计划	1.89%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.64%
张仲华	1.23%
合计	32.32%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017 年中报业绩预增

2017 年 7 月 10 日晚，公司公告预计公司 2017 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润约为 1.5 亿元，与上年同期相比将增加 360%左右。

公司投资的新三板挂牌公司浙江兰德纵横网络技术股份有限公司在本报告期内

完成增发，产生投资收益约 1.09 亿元。

华胜天成去年同期净利润 3272 万元，不考虑本次 1.09 亿元投资收益，2017 上半年净利润增长 25.3%。

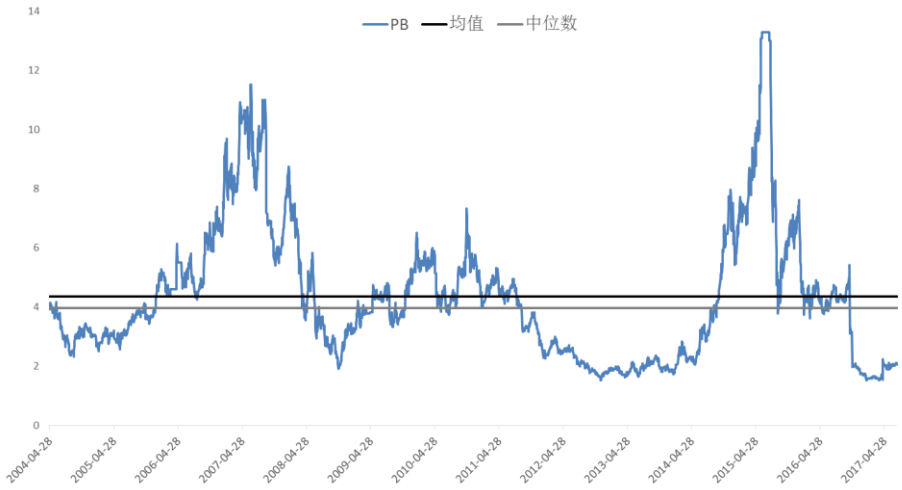
估值处于历史底部

PB 已经低于均值和中位数，86%时间内大于现在 PB

截止 7 月 10 日，公司 PB（TTM）2 倍，公司上市以来的历史 PB（TTM）均值 4.36 倍，中位数 3.95 倍，华胜天成历史 PB（TTM）在 86%的时间内都是大于现在 PB。

从 PB 历史估值看，公司的股价处于历史底部。

图 5: 华胜天成上市以来 PB（2017 年 7 月 10 日）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

- 假设政府、金融行业继续对自主可控系统需求旺盛，2017 年公司 power 服务器出货量增长 100%以上，2018~2019 年增长 80%;
- 假设公司大力发展的新业务云计算产品及服务每年增长 50%以上;
- 假设公司基于泰凌微电子的物联网芯片开发的物流行业解决方案在 2018 年带来收入;
- 假设公司间接收购的公司 GD 能够完成业绩承诺（2017 年 4 月完成交割，后 12 个月税前利润 1500 万美元，12~24 个月税前利润 2000 万美元。
- 假设公司新业务带来整体毛利率在 2018~2019 年明显提升。

投资建议

我们推荐华胜天成主要基于以下理由:

第一，低估值和大股东增持因素，目前 2 倍 P/B 作为轻资产公司估值已经很低，大股东愿意在此基础上增持 3-6 亿元看好公司长远的发展；

第二，中国政府部门的私有云和混合云大市场启动，公司有一定优势；目前正处于大型公司抢占基础层服务项目的阶段，华胜天成已经接到其他大型公司的云平台分包，自己本身在混合云的技术方案商有特色，正在抓住政务云起量的市场；

第三，技术储备和吸收消化，并购 GD 公司形成云计算领域的技术领先性，GD 在美国的客户都是一流客户，包括梅西百货、Google 等公司，而且业绩承诺 1500 万美元也是成规模的公司，有希望和国内的技术形成协同。

第四，我们基于以上假设，考虑到今年上半年因兰德网络的 1.09 亿元投资收益，2017~2019 年营业收入分别为 52.35 亿元、59.37 亿元、68.67 亿元，分别增长 9.1%、10.7%、11.2%。净利润分别为 2.02 亿元、2.06 亿元、3.01 亿元，分别增长 464.2%、1.9%、46.3%。对应 PE 分别为 48.9 倍、48 倍、32.8 倍。

第五，基于以上判断我们首次覆盖给予增持评级。

风险提示

云计算业务发展不及预期，竞争对手云服务替代公司业务。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2328	2269	1864	1483
应收款项	2694	2868	3253	3763
存货净额	1250	699	771	879
其他流动资产	1327	419	475	549
流动资产合计	**7688**	**6345**	**6454**	**6764**
固定资产	492	785	1061	1309
无形资产及其他	532	510	489	468
投资性房地产	982	982	982	982
长期股权投资	402	401	401	400
资产总计	**10095**	**9024**	**9387**	**9924**
短期借款及交易性金融负债	398	0	0	0
应付款项	2377	2214	2443	2783
其他流动负债	1031	435	481	549
流动负债合计	**3806**	**2649**	**2923**	**3332**
长期借款及应付债券	898	898	0	0
其他长期负债	110	111	113	114
长期负债合计	**1007**	**1009**	**113**	**114**
负债合计	**4813**	**3658**	**3036**	**3446**
少数股东权益	496	500	504	510
股东权益	4786	4867	4949	5070
负债和股东权益总计	**10095**	**9024**	**8489**	**9026**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.03	0.18	0.19	0.27
每股红利	0.12	0.11	0.11	0.16
每股净资产	4.33	4.41	4.48	4.59
ROIC	3%	1%	4%	6%
ROE	1%	4%	4%	6%
毛利率	18%	18%	20%	21%
EBIT Margin	3%	1%	3%	4%
EBITDA Margin	5%	2%	5%	6%
收入增长	0%	9%	13%	16%
净利润增长率	-31%	464%	2%	46%
资产负债率	53%	46%	42%	44%
息率	1.4%	1.2%	1.3%	1.8%
P/E	275.8	48.9	48.0	32.8
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	57.5	110.8	46.1	32.9

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**4800**	**5235**	**5937**	**6867**
营业成本	3954	4295	4752	5425
营业税金及附加	25	27	31	36
销售费用	243	330	371	429
管理费用	440	550	615	708
财务费用	84	(57)	(26)	(42)
投资收益	50	149	50	50
资产减值及公允价值变动	(74)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	30	237	241	358
营业外净收支	19	11	11	11
利润总额	**49**	**248**	**253**	**370**
所得税费用	9	25	25	37
少数股东损益	4	21	22	32
归属于母公司净利润	**36**	**202**	**206**	**301**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**36**	**202**	**206**	**301**
资产减值准备	29	36	31	35
折旧摊销	117	89	112	136
公允价值变动损失	74	3	3	3
财务费用	84	(57)	(26)	(42)
营运资本变动	(1214)	562	(206)	(246)
其它	(40)	(32)	(27)	(29)
经营活动现金流	**(999)**	**860**	**118**	**199**
资本开支	93	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	4	0	0	0
投资活动现金流	**(77)**	**(399)**	**(399)**	**(399)**
权益性融资	2440	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(134)	(121)	(123)	(181)
其它融资现金流	(309)	(398)	0	0
融资活动现金流	**1863**	**(519)**	**(123)**	**(181)**
现金净变动	**787**	**(58)**	**(405)**	**(381)**
货币资金的期初余额	1541	2328	2269	1864
货币资金的期末余额	2328	2269	1864	1483
企业自由现金流	(891)	281	(343)	(268)
权益自由现金流	(1200)	(65)	(320)	(231)

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 ±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 ±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。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	吴　国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁　佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪　婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏　雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林　若 13726685252	简　洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹　云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周　鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	丛明浩 13901062999		