

华胜天成 (600410)

证券研究报告

2018年04月12日

云计算赋能数字经济，业绩快速增长

事件

华胜天成公司（以下称“公司”）3月26日披露签署重大合同公告，公司参股企业北京华胜天成信息技术发展有限公司（以下称“华胜信息”）承接客户网络通信产品的自主研发及生产项目，华胜信息委托公司采购项目相关器件及设备。2018年1月1日至本公告日，双方已签署产品购销合同金额累计约10.26亿元。上述合同预计在2018年全部完成，将对公司年度经营业绩产生积极影响。

企业级IT服务龙头企业，客户基础优势明显

公司在企业级IT服务领域有近二十年的行业深耕经验，在政府、金融、电信运营商、能源等可靠性要求严格的领域建立了良好的行业客户基础，拥有遍布全球的企业级客户服务和技术支持网络，为用户提供安全、可靠的IT系统服务。由于企业级IT行业服务的连续性强，存在较高客户资源壁垒，容易形成长期稳定的合作关系。优质客户的不断积累不但可以给公司带来企业级IT服务方面稳定收入，还能对公司新业务和新产品的销售形成有效支撑。

2017年年度业绩预增，转型云计算效果明显

1月23日晚，公司公告预计2017年实现归母净利润约2.25亿元-2.35亿元，同比增长约525%-553%，扣非后归母净利润约为1.11亿，同比增长754%左右。云计算产品及服务板块前三季度的收入为4.19亿元，同比增长率达395.46%；全年营收预计达到8亿元左右。受云计算市场快速发展和信息技术产品国产化、自主化政策持续推动的积极影响，2017年公司自主品牌的云计算产品和业务快速增长。该板块业务毛利率较高，随着市场成长进入加速期，我们预期公司云计算业务收入占比将持续加大，将有效拉动公司整体业绩。

大订单催化下，18年业绩向好可期

3月26日公司公布的10.26亿元订单额约占其2016年度经审计的营业收入的21.38%。目前，公司业务方向涉及云计算、大数据、移动互联网、物联网、信息安全等领域，业务领域涵盖IT产品化服务、应用软件开发、系统集成及增值分销等多种IT服务业务；结合外部自主可控政策的持续推进、我国云计算需求的不断增长与国家数字中国战略实施步伐加快，我们认为后续公司基本面持续利好可期。

投资建议

看好公司基于企业级IT服务多年沉淀带来的企业客户优势，全面转型云计算等新一代信息技术，结合传统业务大订单催化，进入快速增长轨道。预计2018/2019年实现净利润3.39/4.72亿元，EPS0.31/0.43元，对应市盈率38.21/27.47倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：云计算业务发展不及预期，传统业务毛利率下滑

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,792.98	4,800.03	5,544.04	7,033.17	8,854.05
增长率(%)	12.02	0.15	15.50	26.86	25.89
EBITDA(百万元)	229.31	231.75	407.89	548.22	743.46
净利润(百万元)	51.77	35.80	234.74	339.12	471.69
增长率(%)	(45.58)	(30.85)	555.71	44.47	39.09
EPS(元/股)	0.05	0.03	0.21	0.31	0.43
市盈率(P/E)	250.31	361.97	55.20	38.21	27.47
市净率(P/B)	5.50	2.71	2.65	2.60	2.55
市销率(P/S)	2.70	2.70	2.34	1.84	1.46
EV/EBITDA	74.43	46.80	27.32	21.17	15.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.75元
目标价格	14.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,102.84
流通A股股本(百万股)	1,093.89
A股总市值(百万元)	12,958.38
流通A股市值(百万元)	12,853.26
每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	53.37
一年内最高/最低(元)	12.66/7.90

作者

沈海兵 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 企业级 IT 服务，行业客户优势明显	4
1.1. 企业级 IT 服务基础扎实，积极发展全链业务	4
1.2. 主营业务增速稳健，毛利率维持稳定	4
1.3. 传统行业客户广泛，赋能数字转型升级	6
1.4. 洞察行业客户需求，助力数字化转型	7
2. 转型云计算，布局新一代信息产业	8
2.1. 数字经济市场化需求叠加政策推动，云计算发展迅速	8
2.2. 全链投资，抢先布局“云大物移”	8
2.3. 技术上自研，产品化率提升	9
2.4. 聚焦重点行业，云化解决方案整装待发	10
3. 业绩新提振点，重回成长周期	13
3.1. 17 年业绩大幅增长，转型云计算效果明显	13
3.1.1. 云计算业务高速增长，毛利率或将持续改善	13
3.1.2. 扣非净利润保持高增速 产融结合成效显著	13
3.2. 业绩重回成长周期	14
4. 估值及盈利预测	14

图表目录

图 1：华胜天成发展历程	4
图 2：公司上市以来收入利润和增速情况（单位：万元）	5
图 3：公司上市以来业务分类（单位：万元）	5
图 4：销售毛利率近三年较为稳定（单位：%）	6
图 5：三费率增长在可控范围内（单位：%）	6
图 6：业务目标是提升客户核心竞争力	6
图 7：业务构成是以客户需求为导向	6
图 8：服务网络覆盖欧亚大陆及北美	7
图 9：与各主要产品品牌厂商达成战略联盟	7
图 10：2008-2016 年中国云计算市场规模情况	8
图 11：GD 主要客户	9
图 12：华胜天成应用层解决方案	10
图 13：智慧旅游云服务平台	11
图 14：GD 利用公开大数据进行生产、设计和运营支持的模式	11
图 15：智慧安监安全生产平台示意	12
图 16：智慧冷链物流应用方案	12
图 17：云计算 2017 同比 2016 显著增长（单位：万元）	13

图 19：公司云大物移领域布局.....	14
表 1：华胜天成近年来投资公司一览.....	8
表 2：业务分拆.....	14
表 3：可比公司估值水平.....	15

1. 企业级 IT 服务，行业客户优势明显

北京华胜天成科技有限公司（SH:600410）正式成立于 1998 年，前身是电子部六所华南计算机研究所。公司发展早期从事网络平台集成，抓住电信运营商网络基础设施建投机会，率先为电信行业客户提供计算和通信平台集成及相关服务。在通过网络平台集成业务积累了技术和经验的基础上，公司开始拓展应用技术集成，开发了具有自主知识产权的 Teamsun 呼叫中心 CTI 平台系统和 Teamsun 自动语音应答系统。随后，公司将发展重点转移至专业服务，开发了用于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。

1.1. 企业级 IT 服务基础扎实，积极发展全链业务

公司成立初期（1998-2006），通过代理国内外知名 IT 厂商产品，向国内行业客户提供计算机相关软硬件产品和咨询服务，并在政府、金融、电信运营商、能源等可靠性要求严格的领域积累了行业知识及经验，建立了良好的行业客户群，以此为基础发展了企业级专业化解决方案与产品。

图 1：华胜天成发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2007 年起，公司凭借行业与产品积累，不断推进国产化发展，打造软硬一体化解决方案，推出一系列自主可控高端计算系统产品（服务器、存储、中间件、数据库软件等），形成了“自主可控、安全可信、高效可用”的“一站式”服务，真正做到“引进、消化、再创新”。

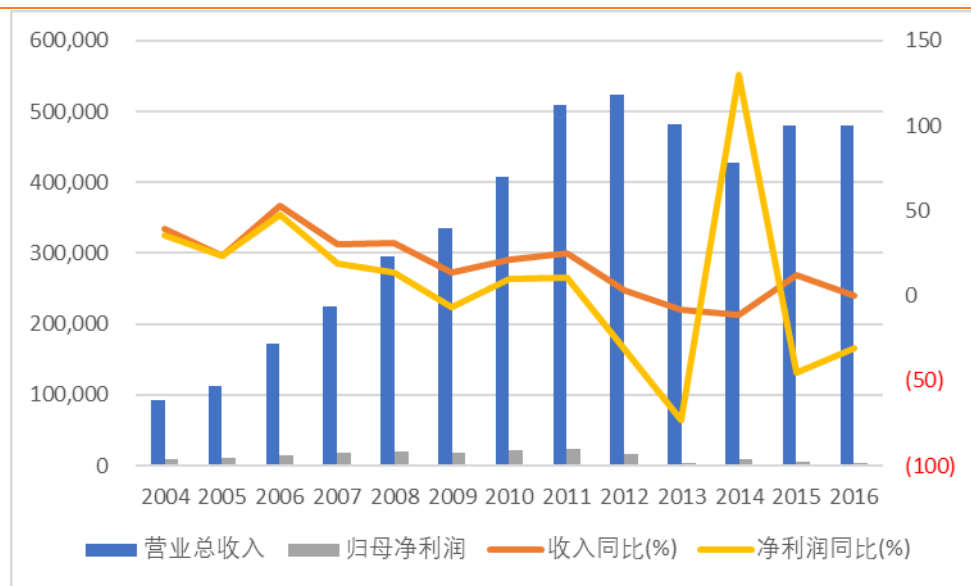
凭借自主研发和强强联合，自 2016 年公司开始在云计算、大数据及物联网领域布局，构建了从芯到云，从云到大数据的”芯-智“完整产业链条，形成了集数据采集、运算、管理和智能一体化应用的完整行业解决方案链条，打造了“连接+平台+智能”的紧耦合战略业务模式。

1.2. 主营业务增速稳健，毛利率维持稳定

公司业务按照披露口径，大致分为系统集成、专业服务、融资租赁三类，2016 年底新增云计算相关业务。公司 2011-2014 年期间的企业级 IT 业务收入受行业周期影响总体呈现下

降趋势，但在 2015 年收入增速有了明显改善。这主要是因为公司在 2015 年陆续推出服务器、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，并开始布局新一代信息产业，该业务在 2017 年-2018 年进入高速增长期，对公司的整体业绩带来提振作用，业绩步入上升通道。整体上看，主营业务增速经历了 2013、2014 年的阵痛期后，重回稳健步伐。

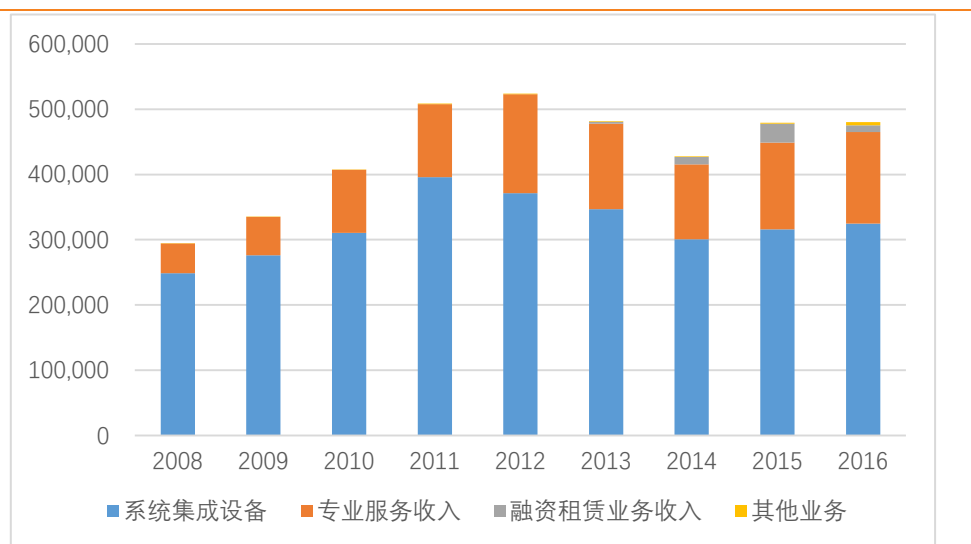
图 2：公司上市以来收入利润和增速情况（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

分项业务角度，系统集成占比接近 70%，仍为公司主要收入来源。但与此同时，各项新业务不断发展，整体业务结构持续优化。

图 3：公司上市以来业务分类（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

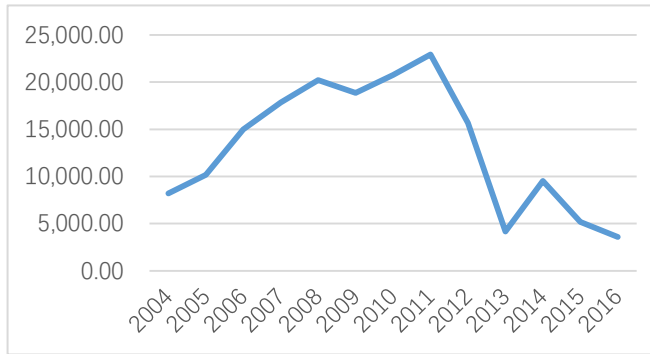
由于系统集成业务竞争较为激烈，毛利水平持续走低。但公司不断优化业务结构，使得系统集成收入和占比持续下降，专业服务和自有产品的增加使得综合毛利水平近三年维持稳定。

近几年，公司的期间费用率有所提升。三费中，公司销售费用百分比自 2014 年起有明显降低，主要原因在于公司建立绩效考核淘汰制度，进行内部组织、人员结构和部门优化，使得销售费用大幅降低，管理费用百分比不断呈现上升趋势，主要源于公司近年来对募投资金项目及云计算研发的大额投入。

因而从净利润角度，公司销售费用率持续下降，管理费用受研发投入持续增大影响，绝对

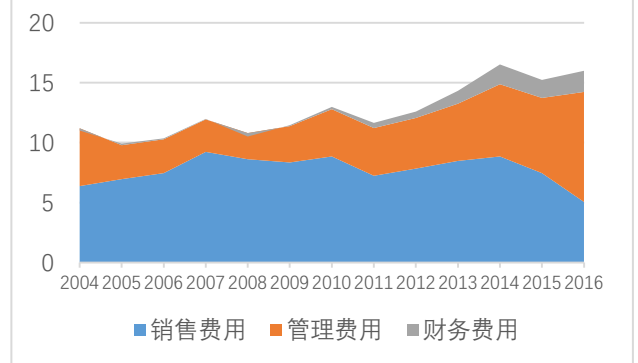
值和费用率水平有所增加，财务费用主要受并购相关资金占用影响略有上升。整体上三费率维持在 15%以内，属于可控范围。

图 4：销售毛利率近三年较为稳定（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：三费率增长在可控范围内（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 传统行业客户广泛，赋能数字转型升级

公司客户中不乏大量的传统行业客户。在供给侧改革、产业升级、新旧动能转换的推动下，传统行业客户有着迫切的通过新一代信息技术进行商业模式创新和转型升级的需求。公司洞察这一市场需求和行业发展趋势，在云计算、物联网、大数据、物联网和人工智能等新一代信息技术布局，为传统企业的数字转型提供全面的产品和服务，从而也实现公司自身从传统的信息技术服务商向新一代信息技术服务商的转型，成为发展数字经济的赋能者。

从系统集成行业角度，客户资源是公司最大的竞争优势。公司在后续转型中，也充分利用对各行业客户的理解力，作为未来业务发展的关键资源。公司目前集中资源，依托过去 20 年积累的上万家企业客户，重点发展智慧安监、智慧旅游、智慧零售、智慧物流四个行业云业务。2017 年公司行业云业务已进入增长通道，年报预告实现销售收入 8 亿人民币。

图 6：业务目标是提升客户核心竞争力



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 7：业务构成是以客户需求为导向



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司国际化进程成果显著，是真正的数字丝绸之路践行者，海外员工多达两千余人，拥有遍布大中华地区、东南亚及北美、东欧的客户服务和技术支持的网络，为用户提供安全、可靠的 IT 系统服务。公司在俄罗斯、乌克兰、波兰，包括塞尔维亚，四个国家建立了 7 个交付中心，积累了大量高素质、高质量的大数据和云计算的国际人才。华胜天成与四十多

家跨国企业建立长期的战略合作伙伴关系，能够方便、快捷地整合全球资源，针对不同的行业应用需求，为客户提供同步于国际的产品、解决方案与服务。根据其控股上市公司香港 ASL 公司公告，2017 年公司海外及港澳台业务收入高达 16.5 亿人民币。

图 8：服务网络覆盖欧亚大陆及北美



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 9：与各主要产品品牌厂商达成战略联盟



资料来源：公司官网、天风证券研究所

作为企业级 IT 信息技术综合服务商，公司拥有工信部计算机信息系统集成大一级资质，涉密信息系统集成资质（甲级）、通过了 ISO 系列认证、CMMI-L3 软件成熟度能力认证等，名列 2017 年电子信息百强企业。强有力的品牌效应与齐全的业务资质是在行业客户竞争中不可或缺的资源优势。

1.4. 洞察行业客户需求，助力数字化转型

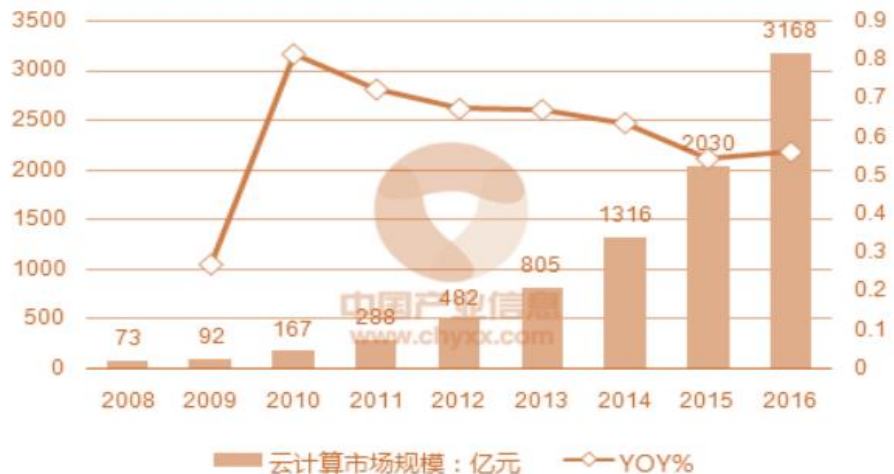
数字经济时代，随着国内云计算市场竞争深入，越来越多的信息技术企业清醒地认识到，单一集成类收入无法支撑公司持续成长需求。IT 企业竞争已经从单纯的产品竞争时代步入全面的 IT 信息技术综合服务竞争时代。凭借多年来积累的行业客户 IT 服务经验，以及全球化的战略发展布局，公司基于 Hyper X 等自主品牌产品，从为大型制造企业提供云服务作为切入口，选择了具有广阔市场空间的零售、安监、物流、旅游四个领域拓展行业云市场。作为一家新一代信息技术服务企业，公司以行业云为业务核心发展了和润科技、泰凌微为代表的以感知与传输技术产品为支撑的数据采集业务，通过连接使数据上云，数据积累后通过机器学习和分析使行业云业务升华为智慧云。从数据采集、传输、连接、存储、加工、分析、机器学习到应用，公司已经形成统一的 IT 平台及创新的一站式解决方案，力求为行业客户提供优质、高增值的数字化服务，协助客户提升企业核心竞争力，在数字经济发展浪潮中实现升级转型。2017 年，公司云计算业务收入在主营业务收入中的占比逐季攀升，增势明显。

2. 转型云计算，布局新一代信息产业

2.1. 数字经济市场化需求叠加政策推动，云计算发展迅速

根据毕马威的测算，在 2017 年预计数字经济在中国占比 36%，差不多实现了 29 万亿人民币的 GDP 的贡献，在 2030 年的时候这个比例会翻番，达到 77%，超过 153 万亿的贡献来自于数字经济。近几年来，国内云计算市场规模保持着 50% 以上的增速，呈快速发展趋势。

图 10：2008-2016 年中国云计算市场规模情况



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

除市场需求之外，国家政策层面对云计算产业的支持力度也逐渐增大。2018 年是全面贯彻中共十九大精神的开局之年。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》指出未来 5 到 10 年，是全球新一轮科技革命和产业变革从蓄势待发到来群体迸发的关键时期。信息革命进程持续快速演进，物联网、云计算、大数据、人工智能等技术广泛渗透于经济社会各个领域，信息经济繁荣程度成为国家实力的重要标志。

国家规划明确要求推动信息技术产业跨越发展，实施网络强国战略，加快建设“数字中国”，推动物联网、云计算和人工智能等技术向各行业全面融合渗透，构建万物互联、融合创新、智能协同、安全可控的新一代信息技术产业体系。结合“中国制造 2025”和“十三五”系列规划部署，国务院《国家集成电路产业发展推进纲要》、工信部《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》、《促进大数据发展行动纲要》、《物联网发展纲要（2016-2020）》、《大数据产业发展规划（2016-2020）》对新一代信息产业的发展提出了明确的指引、要求和支持，明确指出云计算引发了软件开发部署模式的创新，成为承载各类应用的关键基础设施，并为大数据、物联网、人工智能等新兴领域的发展提供基础支撑。党中央、国务院高度重视以云计算为代表的新一代信息产业发展，在政府积极引导和企业战略布局等推动下，经过社会各界共同努力，云计算已逐渐被市场认可和接受。

2.2. 全链投资，抢先布局“云大物移”

公司以行业客户业务需求为牵引，推出了云计算和大数据系列自主产品和服务，并根据大型政企客户信息系统现状提供可定制化的“混合异构云”产品、数据库平台云系列等产品。

2016 年，人工智能、物联网相关的产品和技术进入快速发展期，公司作为新一代为企业级 IT 信息技术综合服务商，紧跟信息技术发展步伐先后投资了智能制造、大数据、物联网相关的技术与企业，定增 20 亿为客户数字化转型所需进行产业布局。

表 1：华胜天成近年来投资公司一览

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值	最新进度
2017/6/28	华胜信息 25%股权	TOP 产业基金	信息科技咨询与其它服务	1.5 亿元	董事会预案
2017/5/17	中天安泰 10%股权	华胜天成	信息科技咨询与其它服务	3000 万元	签署转让协议
2017/4/12	泰凌微电子 82.75%股权	新余中域高鹏祥云基金	电子元件	18.61 亿元	完成

2016/12/19	GD 公司 100%股权	Automated Systems Holdings Limited	多领域控股	1.18 亿美元	完成
2015/12/23	沃趣科技 20%股权	TOP 产业基金	数据处理与外包服务	2600 万元	签署转让协议
2015/6/24	青博投资 100%股权	华胜天成	多领域控股	6.38 亿	签署转让协议
2015/1/8	沃趣科技 51%股权	华胜天成	数据处理与外包服务	2627 万元	签署转让协议
2013/7/10	兰德纵横 51%股权	天成软件	应用软件	2712.69 万元	董事会预案
2011/9/8	广州石竹计算机软件有限公司 60%股权	华胜天成	数据治理软件开发及服务	--	董事会预案
2011/7/28	广州石竹计算机软件有限公司 30%股权	华胜天成	数据治理软件开发及服务	--	实施
2010/11/19	中国磐天集团公司 100%股权	香港华胜天成	--	--	完成
2010/4/15	现代前锋软件 100%股权	香港华胜天成	互联网软件与服务	989.15 万美元	完成

资料来源：Wind、天风证券研究所

2016 年底，公司启动并购美国 GD 公司，该公司致力于在云计算平台上利用开源技术为客户建立高可靠性、高效率和高质量的大数据电子商务服务解决方案。该收购提升了公司在云计算，大数据以及人工智能方面的自主综合实力，将公司的企业级 IT 信息技术业务版图从中国和东南亚地区扩展到美国和欧洲，也标志着公司国际化战略进一步完善，成为跨国经营的数字化集团公司。

图 11: GD 主要客户

Grid Dynamics is a Silicon Valley-based leading provider of scalable, next-generation commerce technology solutions

- Record of outperformance with Tier 1 retail clients
- Fortune 1000 client relationships

PRIVILEGED AND CONFIDENTIAL

资料来源：GD 官网、天风证券研究所

GD 在云计算、大数据、开源技术等领域核心技术能力，为公司主营业务延伸至零售、科技、金融等行业提供了助力，并在战略、业务、资源等多方面与公司实现协同发展，夯实了公司云计算业务，完善了公司在云计算领域闭合产业链；同时，GD 的海外资源还帮助公司“走出去，带进来”，将业务版图加速延伸至北美、中东欧，抢抓国家“一带一路”数字丝绸之路建设发展机遇。

公司围绕云计算业务打造了“基础平台”与“行业智能交付”一体化的营销模式，增强品牌营销、技术创新等核心竞争力。“连接+平台+智能”的“路线图”日益清晰，通过深挖大客户价值，孵化技术前沿企业并有效转换，优化用户体验，提高客户黏性，在新一代信息建设、运营中实现客户价值变现，打通全盈利产业链条，毛利率明显提升。

2.3. 技术上自研，产品化率提升

响应国家新一代信息技术“自主、安全、可控”的号召，顺应数字经济产业发展，公司不断加强自主研发投入，开展高端计算信息系统产品本地化研发和生产。通过引进国外龙头

IT 厂商的先进技术，集合公司建立了“大陆、台湾、美国硅谷”三地的研发和服务团队，自 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基础软硬件产品，以及“混合异构云”、数据库云平台系列解决方案。自主品牌云产品和解决方案推出之后获得行业客户的一致好评，尤其是公司 Power 系列服务器产品，目前已运行于国内重要行业的超过 200 家客户的核心业务系统。

2016 年，人工智能和物联网相关的产品和技术进入快速发展期，在众多行业尤其是工业制造、智慧城市、智慧零售、物流等领域掀起应用热潮。华胜天成作为 20 年来一直专注于优质行业客户的新一代信息技术服务商，整合现有的产品体系，深耕行业数字化转型方案，尤其是自有品牌的高端计算系统基础软硬件产品、云计算、物联网、大数据解决方案，为现有行业客户提供“一站式”数字化转型、云计算运维管理平台和行业智能应用的完整解决方案。

图 12：华胜天成应用层解决方案



资料来源：公司路演交流 PPT、天风证券研究所

公司 2016 年共投入研发费用 3.59 亿元，占营业收入比重为 7.47%，较上年同期增长 98%。新增研发费用主要加大了对云计算、应用软件类研发投入，并持续投向服务器系统、基础软件、操作系统等方面。目前，公司已有 6 款 Power 系列服务器、四大系列 17 款存储产品以及面向大型政企客户的异构混合云管平台解决方案面向市场销售。公司 2016 年的研发投入换来了 2017 年创新业务的迅猛发展，云计算创新业务对主营业务的贡献达到 15.1%。

2.4. 聚焦重点行业，云化解决方案整装待发

围绕国家战略，结合新一代信息产业的发展，公司提出自主可控高端产品“云产品+云解决方案”全方位云服务，形成“连接+平台+智能”全新行业应用。公司在拥有广阔市场空间的物流、安监、旅游和零售四个行业进行重点投资和发展，拓展深化云计算应用，特别是面向传统的行业客户，针对他们在数字经济时代转型升级的需求，提供行业云解决方案及服务，成为企业的数字转型赋能者。目前公司形成行业云产品化的服务主要集中在智慧物流、智慧安监、智慧零售、智慧旅游等四大领域。

智慧旅游云主要聚集在旅游数据综合数据库云平台、旅游产业运行监测平台、旅游公共服务平台、旅游大数据分析等旅游信息化系统的建设与运维，典型产品为智慧旅游产业运行监测与公共服务平台。目前，公司已建设智慧旅游项目包括：全国旅游基础数据库建设、

北京旅游产业运行监测调度中心、宁夏旅游监测平台、智慧夫子庙、郑州旅游产业运行监测调度平台等。

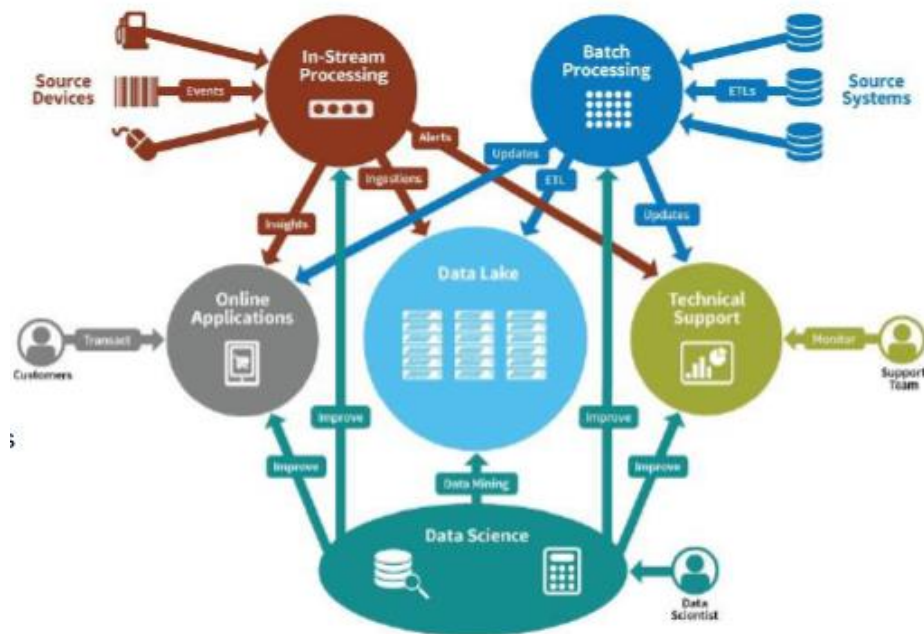
图 13：智慧旅游云服务平台



资料来源：公司路演交流 PPT、天风证券研究所

智慧零售云围绕 GD 公司现有产品和结构，主要利用大数据与云计算提升零售企业销售和运营效率。典型产品包含 GD 公司在 AWS 上运行的各类商业分析类 SaaS，例如公司向顶级零售商梅西百货提供的基于开源云平台大数据分析服务。

图 14：GD 利用公开大数据进行生产、设计和运营支持的模式



资料来源：GD 官网、天风证券研究所

智慧安监云聚焦工业互联网领域的安全生产和运行监控，创新性引入保险等后市场服务，采用线上技术咨询+线下实施评估的服务模式，打造城市安全生产公共服务平台。安监云是工业互联网的基石。公司目前通过和润科技已启动智慧安监云业务在浙江省的落地与拓

展，下一步向全国推广。

图 15：智慧安监安全生产平台示意



资料来源：公司路演交流 PPT、天风证券研究所

智慧物流云通过物流全程可视化监控平台、GPS 主机终端信息无线传输、物流系统运营管理等，帮助企业解决生产、仓储、运输、门店等面对的问题，实现在智慧物流领域的应用场景落地。公司在过去的十年里为中国邮政物流持续提供 IT 服务支持，积累了大量物流行业经验。3 月 26 日公司发布智慧冷链物流应用方案，将智慧物流云业务向细分市场拓展。

图 16：智慧冷链物流应用方案



资料来源：公司路演交流 PPT、天风证券研究所

公司在行业云领域竞争优势明显，以自主自有产品为基础，毛利高于同业；20 年的行业积累，客户黏性强，口碑佳；一站式全链服务，提供高增值服务，业务规模增长快。

3. 业绩新提振点，重回成长周期

3.1. 17 年业绩大幅增长，转型云计算效果明显

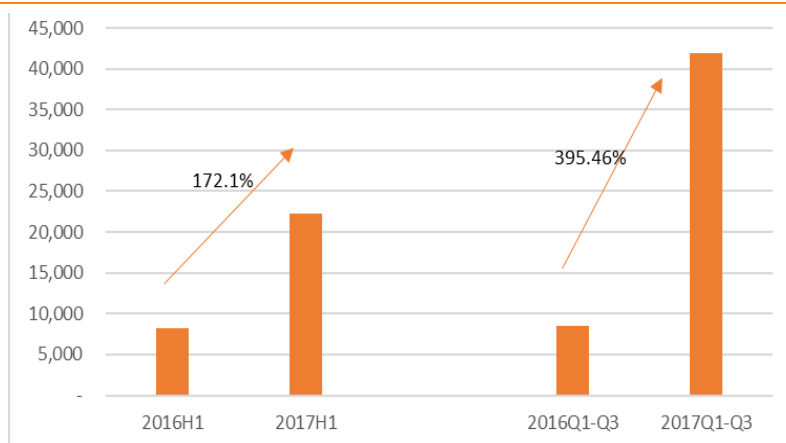
据华胜天成 2017 年业绩预增公告，公司预计 2017 年实现归母净利润约 2.25 亿元-2.35 亿元，同比增长约 525%-553%，扣非后归母净利润约为 1.11 亿，同比增长 754%左右。

公司发布的 2017 年三季报显示：公司前三季实现营收 39.5 亿元，同比增长 25.18%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 650.01%；实现扣非后归母净利润 0.78 亿元，同比增长 298.50%。

3.1.1. 云计算业务高速增长，毛利率或将持续改善

公司 2017 年前三季度收入中，企业 IT 系统解决方案收入为 34.97 亿元，同比增长 15.11%，云计算产品及服务板块的收入为 4.19 亿元，同比增长率达 395.46%。云计算板块收入增速明显一方面受益于公司新收购了在云计算及大数据领域拥有较强综合实力的 GD 公司，另一方面得益于公司自主品牌的云计算基础软硬件产品进入收入增长期。

图 17：云计算 2017 同比 2016 显著增长（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

前三季度公司上述两个业务板块的整体毛利率为 16.28%，同比增长 0.04%。其中 IT 解决方案业务毛利率相对稳定，下滑 1.77%，为 15.86%；云计算业务毛利率提升 3.63%，达到 31.32%。云计算业务毛利率为公司整体毛利率的近两倍，随着公司行业云产品的进一步推广，预计云计算业务收入占比将持续加大，进而带动公司整体毛利率的增长，提升公司整体盈利能力。

3.1.2. 扣非净利润保持高增速 产融结合成效显著

公司 2017 年业绩预告预计实现归属于上市公司股东的净利润约 2.25 亿元-2.35 亿元，与上年同期相比将增加 1.89 亿元-1.99 亿元，同比增加约 525%-553%，原因在于公司本期确认投资收益 2.25 亿元，较去年同期增幅明显。公司 2017 年投资收益增长主要由于当年处置了持有的部分兰德网络股权，兰德网络转为权益法确认的联营企业，公司确认了剩余股权以公允价值重新计量的利得；此外，公司确认权益法下享有的联营企业国研天成的损益，对公司净利润产生较大影响。

归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比将增加 0.98 亿元左右，同比增加 754%左右。影响公司业绩大幅增长的因素主要是由于云计算业务的快速发展。

3.2. 业绩重回成长周期

2018 年第一季度，公司之参股公司华胜信息累计签署自主研发产品购销合同金额累计约 10.26 亿元，约占公司 2016 年度经审计的营业收入的 21.38%，上述合同预计在 2018 年全部完成，将对公司 2018 年的经营业绩产生积极影响。

此外，公司 2017 年半年报显示其 Power 服务器新签合同额实现 80% 增长，Power 服务器开始起量；加上公司收购 GD 后在云计算和大数据领域实力的增强，以及公司通过物联网并购基金收购泰凌微电子后在多模物联网芯片研发能力上的开拓；结合外部自主可控政策的持续推进以及国内云计算需求的不断增长。两强融合发展，业务能力将进一步加强，公司在云计算、大数据、物联网等新一代信息技术的研发和市场的大力投入也将换来业绩的快速成长。

图 18：公司云大物移领域布局



资料来源：公司宣传材料、天风证券研究所

国际化方面，公司借助 GD 在云计算、大数据、开源技术等方面人才优势，从战略、业务、资源等多方面实现国际化协同发展，充分运用 GD 资源，完善公司在云计算领域闭合产业链。同时，公司云计算业务版图加速延伸至北美、中东欧，抢抓“一带一路”数字丝绸之路建设发展机遇。我们认为随着公司“连接+平台+智能”的战略布局实现行业客户价值变现，聚焦行业云应用的华胜天成将打通全盈利产业链条，借助国家数字中国战略实施步伐加快与数字经济迅猛发展，我们认为后续公司基本面将持续向好。

4. 估值及盈利预测

业务方面，由于过去两年党政军和大型企业单位采购趋缓，公司集成类业务下降较多。2018 年，相关单位采购回暖，因而公司今年集成类业务有望重回正常增速。云计算业务在 2017 年正式列入披露口径，半年报和季报增长迅速，考虑到云计算在国内渗透仍然较低，且龙头阿里云连续六个季度增速超过 100%，我们预计基数较低的公司云计算相关业务有望呈现快速增长的趋势。

表 2：业务分拆

(单位：万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
系统集成设备						
系统产品及系统集成收入						
收入	235754.1	259771.6	266708.5	264041.4	303647.6	306684.1
YOY	-10.11%	10.19%	2.67%	-1.00%	15.00%	1.00%
成本	214873.1	229143.4	234100.3	234891.2	273890.1	280309.3
毛利	20880.95	30628.15	32608.22	29150.17	29757.47	26374.83
毛利率(%)	8.86%	11.79%	12.23%	11.04%	9.80%	8.60%

软件销售收入

收入	64904.48	55965.68	58004.3	60904.52	66994.97	70344.71
YOY	-23.24%	-13.77%	3.64%	5.00%	10.00%	5.00%
成本	46981.23	44545.54	43320.11	45312.96	51117.16	55150.26
毛利	17923.25	11420.15	14684.19	15591.56	15877.81	15194.46
毛利率(%)	27.61%	20.41%	25.32%	25.60%	23.70%	21.60%

专业服务收入

收入	114638	133290.2	140375	144586.2	159044.9	163816.2
YOY	-12.44%	16.27%	5.32%	3.00%	10.00%	3.00%
成本	79287.84	98386.45	110277.4	117982.4	132802.5	140062.8
毛利	35350.12	34903.75	30097.54	26603.87	26242.4	23753.35
毛利率(%)	30.84%	26.19%	21.44%	18.40%	16.50%	14.50%

融资租赁业务收入

收入	11308.23	28897.74	10408.23	4891.868	13648.31	24566.96
YOY	304.64%	155.55%	-63.98%	-53.00%	179.00%	80.00%
成本	6246.4	25590.32	6219.75	3399.848	10031.51	18916.56
毛利	5061.83	3307.41	4188.49	1492.02	3616.803	5650.401
毛利率(%)	44.76%	11.45%	40.24%	30.50%	26.50%	23%

云计算

收入				80000	160000	320000
YOY					100%	100%
成本				54360	112000	233600
毛利				25640	48000	86400
毛利率(%)				32.05%	30%	27%

合计	427854.5	479298.3	480003.3	554424	703335.7	885412
收入增速	-11.16%	12.02%	0.15%	15.50%	26.86%	25.89%
毛利	80275.78	81554.06	84609.63	98477.61	123494.5	157373
毛利率(%)	18.76%	17.02%	17.63%	17.76%	17.56%	17.77%

资料来源：Wind、天风证券研究所

从估值角度，IT 集成及服务类公司平均估值如下：

表 3：可比公司估值水平

证券简称	总市值	总收入	净利润	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)
最高值	5096942.20	610525.88	125039.66	131.00	8.71
中位值	1278192.24	477506.13	24522.58	40.82	4.00
用友网络	5096942.20	504051.99	19739.17	131.00	8.71
完美世界	4600142.32	610525.88	116631.31	30.57	5.78
网宿科技	3432279.03	443950.87	125039.66	41.54	4.44
三七互娱	3260832.26	521817.92	107016.23	19.71	4.95
浙大网新	1311537.15	405798.71	24522.58	44.77	3.04
太极股份	1191707.94	515968.62	30159.54	40.82	4.55
云赛智联	952299.60	407078.47	23772.06	38.30	2.78
云赛 B 股	952299.60	407078.47	23772.06	19.75	1.49
中国软件	842734.98	449939.73	10230.68	112.52	4.00
华东电脑	779446.06	602484.02	27503.87	27.00	3.87

资料来源：Wind、天风证券研究所

按照 2018/2019 年 EPS 0.31/0.43 元测算，公司对应市盈率 37.45/26.87 倍，属于行业平均偏低水平。考虑到公司云计算相关业务增长较快，在可比公司中位值 40 倍的基础上给予一定溢价，40-50 倍估值可以视作合理区间。

看好公司基于企业级 IT 服务多年沉淀带来的客户优势，全面成功转型云计算等新一代信息技术，结合传统业务大订单催化，进入增长轨道。预计 2018/2019 年实现净利润 3.39/4.72 亿元，EPS0.31/0.43 元，对应市盈率 38.21/27.47 倍。首次覆盖，按照 18 年 EPS 给予 46 倍 PE，目标价 14.5 元，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,540.96	2,327.58	2,463.80	2,209.57	2,381.89
应收账款	2,124.39	2,362.83	2,382.89	3,308.50	3,856.39
预付账款	258.28	211.73	329.80	352.63	509.64
存货	645.25	1,249.60	507.01	1,805.82	1,018.70
其他	235.65	1,536.01	720.61	888.97	1,129.60
流动资产合计	4,804.53	7,687.75	6,404.11	8,565.50	8,896.23
长期股权投资	227.67	401.71	401.71	401.71	401.71
固定资产	579.60	491.84	485.66	499.56	512.51
在建工程	2.92	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	630.83	763.03	682.02	601.01	520.00
其他	532.08	750.91	975.66	845.89	855.98
非流动资产合计	1,973.11	2,407.49	2,581.06	2,417.78	2,361.97
资产总计	6,777.63	10,095.24	8,985.17	10,983.27	11,258.20
短期借款	595.42	397.84	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,239.87	1,439.23	1,257.87	2,288.98	2,275.08
其他	1,099.58	1,968.98	1,276.19	2,051.38	2,100.59
流动负债合计	2,934.87	3,806.06	2,534.06	4,340.36	4,375.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	895.90	897.59	895.93	896.47	896.66
其他	109.90	109.66	102.09	107.22	106.32
非流动负债合计	1,005.79	1,007.25	998.02	1,003.69	1,002.99
负债合计	3,940.66	4,813.31	3,532.08	5,344.05	5,378.65
少数股东权益	479.72	495.69	559.79	655.49	787.85
股本	641.73	1,104.48	1,102.84	1,102.84	1,102.84
资本公积	683.04	2,579.03	2,579.03	2,579.03	2,579.03
留存收益	1,809.50	3,709.34	3,790.45	3,880.89	3,988.86
其他	(777.01)	(2,606.61)	(2,579.03)	(2,579.03)	(2,579.03)
股东权益合计	2,836.97	5,281.93	5,453.09	5,639.23	5,879.55
负债和股东权益总	6,777.63	10,095.24	8,985.17	10,983.27	11,258.20

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	106.31	39.98	234.74	339.12	471.69
折旧摊销	86.54	120.23	111.19	113.51	115.90
财务费用	72.43	71.02	5.46	(24.53)	(24.10)
投资损失	(51.12)	(50.05)	(70.92)	(57.36)	(59.44)
营运资金变动	697.36	(1,011.81)	292.73	(463.35)	(134.59)
其它	(579.80)	960.12	67.48	97.32	135.37
经营活动现金流	331.72	129.50	640.68	4.71	504.82
资本支出	690.25	339.84	67.57	74.87	50.89
长期投资	163.83	174.04	0.00	0.00	0.00
其他	(1,212.26)	(1,898.92)	(128.65)	(50.97)	(48.48)
投资活动现金流	(358.18)	(1,385.04)	(61.07)	23.90	2.41
债权融资	1,531.28	1,295.43	1,006.93	946.79	950.44
股权融资	(46.56)	2,368.42	29.67	36.78	40.43
其他	(1,619.47)	(1,652.15)	(1,479.98)	(1,266.42)	(1,325.78)
筹资活动现金流	(134.75)	2,011.70	(443.39)	(282.85)	(334.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(161.21)	756.17	136.22	(254.23)	172.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,792.98	4,800.03	5,544.04	7,033.17	8,854.05
营业成本	3,977.44	3,953.94	4,559.42	5,798.14	7,279.80
营业税金及附加	19.11	24.97	25.00	31.65	39.84
营业费用	357.42	242.70	253.36	271.48	295.73
管理费用	300.58	440.19	442.97	528.89	647.23
财务费用	71.76	84.27	89.60	94.80	96.50
资产减值损失	45.31	73.83	37.50	25.65	23.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.12	50.05	70.92	57.36	59.44
其他	(102.24)	(100.09)	(225.97)	(234.06)	(239.49)
营业利润	72.49	30.17	291.24	459.25	651.67
营业外收入	41.21	28.22	57.54	42.32	42.69
营业外支出	8.41	9.54	7.29	8.41	8.41
利润总额	105.29	48.85	341.49	493.15	685.95
所得税	(1.03)	8.87	39.27	56.71	78.88
净利润	106.31	39.98	302.22	436.44	607.06
少数股东损益	54.54	4.18	67.48	97.32	135.37
归属于母公司净利润	51.77	35.80	234.74	339.12	471.69
每股收益(元)	0.05	0.03	0.21	0.31	0.43

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.02%	0.15%	15.50%	26.86%	25.89%
营业利润	-22.88%	-58.37%	865.20%	57.69%	41.90%
归属于母公司净利润	-45.58%	-30.85%	555.71%	44.47%	39.09%
获利能力					
毛利率	17.02%	17.63%	17.76%	17.56%	17.78%
净利率	1.08%	0.75%	4.23%	4.82%	5.33%
ROE	2.20%	0.75%	4.80%	6.80%	9.26%
ROIC	7.46%	3.88%	7.24%	12.50%	15.29%
偿债能力					
资产负债率	58.14%	47.68%	39.31%	48.66%	47.78%
净负债率	2.33%	16.44%	21.83%	1.09%	37.21%
流动比率	1.64	2.02	2.53	1.97	2.03
速动比率	1.42	1.69	2.33	1.56	1.80
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.14	2.34	2.47	2.47
存货周转率	7.26	5.07	6.31	6.08	6.27
总资产周转率	0.72	0.57	0.58	0.70	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.03	0.21	0.31	0.43
每股经营现金流	0.30	0.12	0.58	0.00	0.46
每股净资产	2.14	4.34	4.44	4.52	4.62
估值比率					
市盈率	250.31	361.97	55.20	38.21	27.47
市净率	5.50	2.71	2.65	2.60	2.55
EV/EBITDA	74.43	46.80	27.32	21.17	15.54
EV/EBIT	118.32	94.78	37.55	26.70	18.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com