

华胜天成

IT 服务市场前景广阔

600410

增持/ 维持评级

股 价	2009/12/31
RMB16.98	

基础数据

总股本 (百万股)	461
流通 A 股 (百万股)	415
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	7115

财务数据

市净率 (X)	5.34
TRACING P/E (X)*	41.85
EPS (元)	0.31
股息率 (%)	0.93

*最近四季盈利计算。

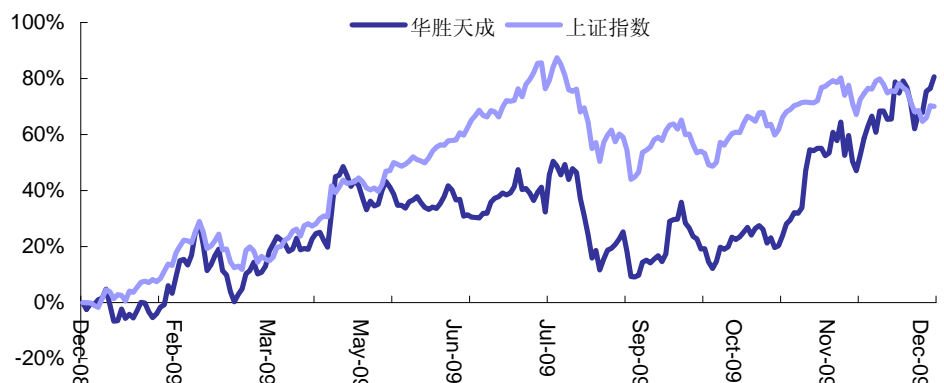
相关研究

分析师
龚浩
021-50106003
gonghao@lhq.com
张熙
021-50106026
zhangxi@lhq.com

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2945.4	2241.4	3368	4663	5694
(+/-%)	31.3	0.8	14.4	38.4	22.1
归属母公司净利润(百万元)	202.1	144.8	196.9	240.9	328.5
(+/-%)	13.3	-8.5	-2.6	22.3	36.4
EPS(元)	0.44	0.31	0.43	0.52	0.71
P/E(倍)	39.1	54.5	39.5	32.7	23.9

- 华胜天成的业务模式演进可以分为三个时期，从 09 年开始，公司进入新的发展阶段，开始酝酿向高端 IT 服务转型
- 按照服务等级由低到高，我们将 IT 服务分为三类：IT 系统的维护及运营；专业服务；解决方案服务。2010 年全球的 IT 服务市场规模将达 8160 亿美元，增速达 4.5%。全球经济的复苏将为 IT 服务市场的增长提供动力。2008 年中国 IT 服务市场规模达 796 亿元，同比增长 16.4%，2009—2010 年的年均复合增长率将达 18%左右，2010 年的市场规模将达 1106 亿元。
- IT 服务合同的真正价值在于与客户长期的合作关系和今后重复的服务机会。服务商必须一方面提高营运效率，在现有 IT 服务基础上增加客户粘性，另一方面不断引入毛利较高的新服务项目，维持公司的增长和盈利能力。
- 高端 IT 服务在技术管理、服务管理和流程管理三个层面对服务商提出了更高的要求。华胜天成的短板在于服务管理和流程管理。公司正在着手解决这两个问题，重点建设标准化的服务等级协议 (Service-Level Agreement) 和后台支持系统。转型成功后，高端服务影响将在收入增长、盈利水平以及市场估值三方面得到反映。
- 维持公司的盈利预测，09 至 11 年的收入分别为 33.7、46.6 和 56.9 亿元，净利润分别为 2.0、2.4 和 3.3 亿元，每股收益分别为 0.43 元、0.52 元和 0.71 元。参考可比公司估值水平，我们认为公司合理价值区间在 20--22 元。维持“增持”评级。

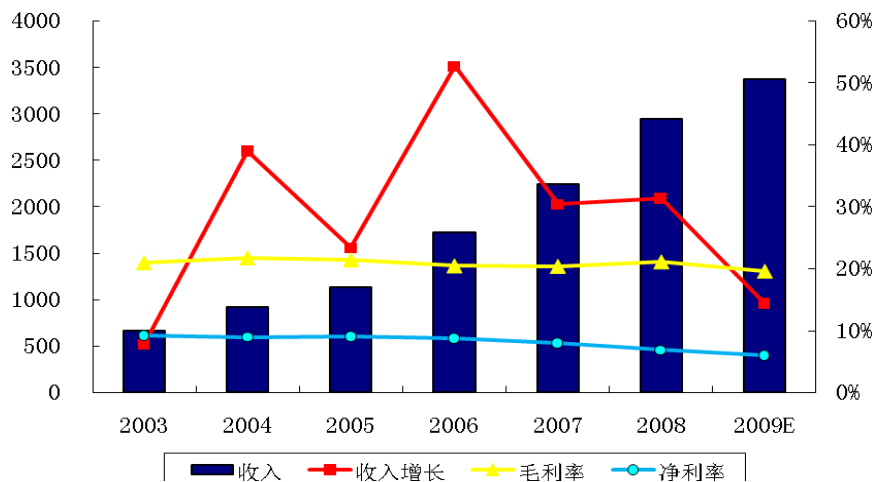
最近 52 周股价表现



转型中的华胜天成

华胜天成的业务模式演进可以分为三个时期：第一个时期是 98—04 年，在此期间公司确立了以代理销售硬件为主的业务模式；第二个时期是 04—09 年，公司利用上市后的融资优势丰富产品线，相继开始代理 Avaya、F5、EMC 等公司的产品，规模迅速扩大；第三个时期从 09 年开始，公司开始酝酿向高端 IT 服务市场转型。

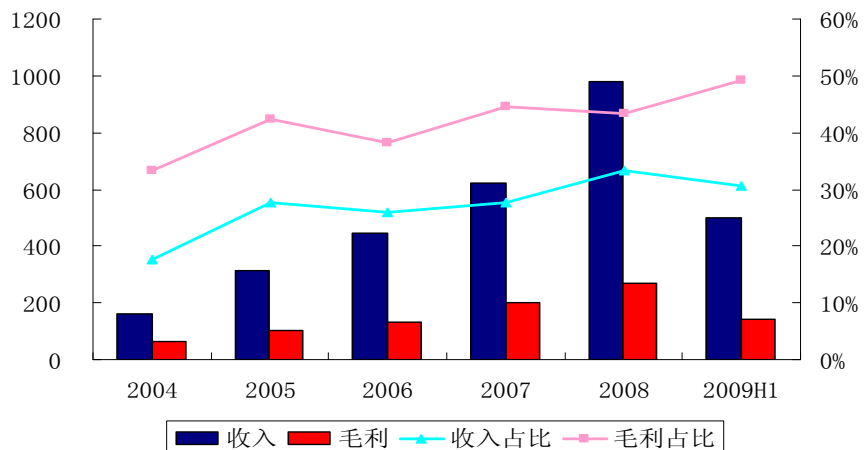
图 1 华胜天成营业收入及盈利情况（单位：百万元、%）



资料来源：天软、华泰联合证券研究所

图 1 显示公司收入增速从 09 年出现下滑（见图 1），但软件和服务业务增长稳定，收入占比达 30%，贡献的毛利接近 50%（见图 2）。

图 2 华胜天成软件+服务业务的收入及毛利情况（单位：百万元）



资料来源：天软、华泰联合证券研究所

IT 服务是指信息技术服务商向其用户提供的信息咨询、软件定制、硬件运维等全方位的服务。按照服务等级由低到高，我们简单的将 IT 服务分为三类：IT 系统的维护及运营；专业服务；解决方案服务（见表 1）。

表 1 IT 服务的分类

运维服务	硬件维修、软件维护升级、技术培训、应用托管服务
专业服务	系统集成、应用实施、定制软件开发、
解决方案	业务流程外包、系统营运外包、项目咨询、规划、全面解决方案

资料来源：华泰联合证券研究所

我们对不同的 IT 服务业务做了一个简单的分析，就各自的毛利率水平及业务特点进行了总结（见表 2）。

表 2 不同 IT 服务的业务特点

IT 服务分类	平均毛利率	经济效益分析	价值因素	主要风险
运维服务	10%--20%	低利润率，高资本投入	人员、资源配置效率	前期投入高，资金利用率低
专业服务	20%--30%	利润率、资本需求适中	行业经验、技术积累	在客户关系及运营效率竞争
解决方案服务	50%以上	高利润率、低资本投入	高素质人才、独特服务	项目失败或有损信誉

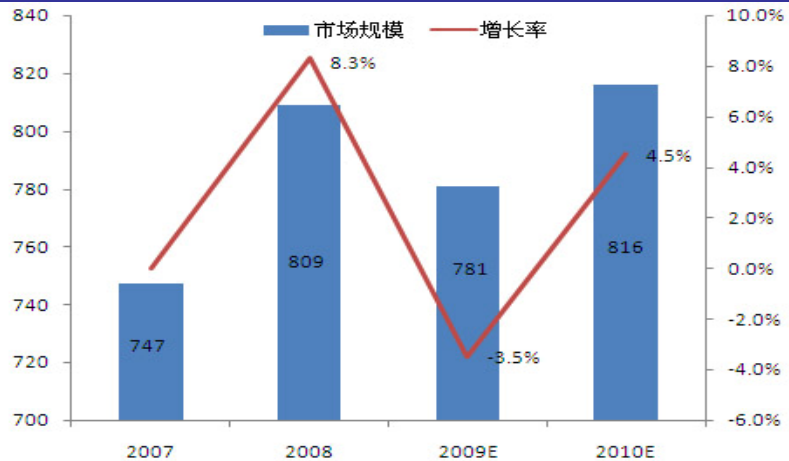
资料来源：华泰联合证券研究所

华胜天成目前的服务主要集中在中低端的运维服务和专业服务，高端解决方案服务仍未涉及。表 2 显示高端的服务业务毛利率较高，一旦公司成功切入该市场，盈利能力将会有较大幅度提升。

IT 服务市场前景广阔

根据 Gartner 预测，2010 年全球的 IT 服务市场规模将达 8160 亿美元（见图 3），增速达 4.5%。全球经济的复苏将为 IT 服务市场的增长提供动力。

图 3 全球 IT 服务市场的规模及增长速度（单位：十亿美元，%）



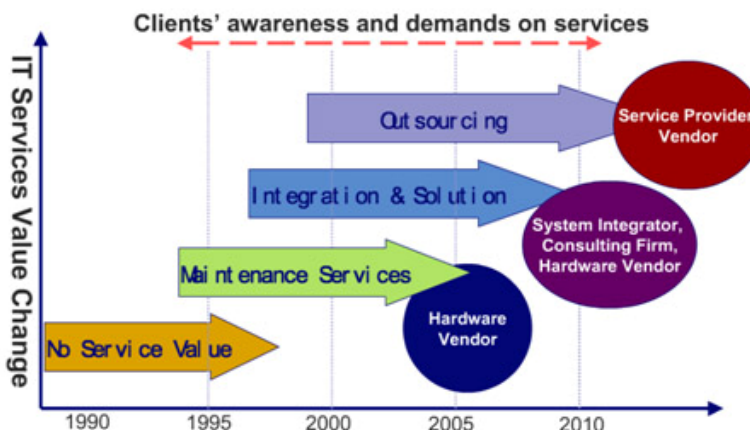
数据来源：Gartner、2009

IDC 将中国 IT 服务市场的发展分为三个阶段：2000 年以前，是产业的形成期，IT 服务市场从无到有，但主要集中在系统运维等低端应用；从 2000 年前后进入成长期，典型应用包括系统集成、软件定制等业务，一批本土企业成长壮大，利用自身地域优势和客户关系在市场中崭露头角。2008 年席卷全球的金融危机对中国的 IT 服务业有一定负面影响，IT 服务产业的发展速度将变缓，进入产业发展调

整期。但未来，随着世界经济和中国经济的逐步复苏，IT 服务产业将在 2011 年恢复高速增长，2011 年以后产业将进入成熟期，业务外包、全面解决方案等更复杂、更高端的应用将会出现。（见图 4）。华胜天成的转型正当其时，若成功转型，公司将在高端服务行业占据先发优势，并通过高粘性、长周期的服务合同锁定客户。从这个意义上讲，公司转型与市场环境变化契合度较高。

图 4 中国 IT 服务产业的发展与变化

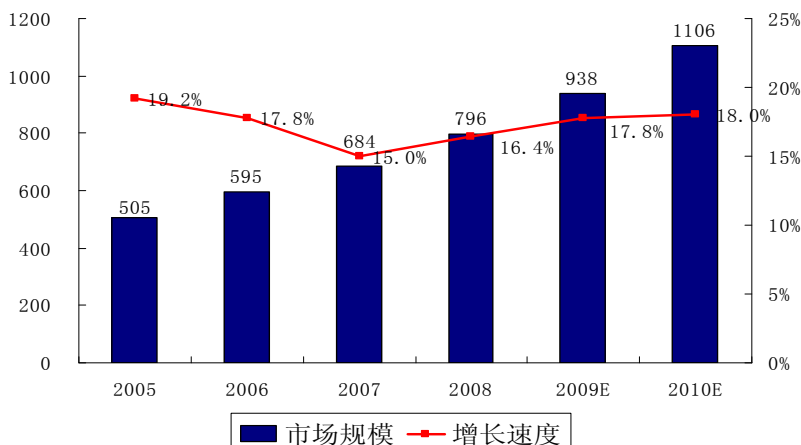
China IT Services Footprint and Trends, 1990-2010



资料来源：IDC

根据 CCID 数据统计，2008 年中国 IT 服务市场规模达 796 亿元，同比增长 16.4%，2009—2010 年的年均复合增长率将达 18% 左右，2010 年的市场规模将达 1106 亿元（见图 5）。

图 5 中国 IT 服务产业的发展与变化

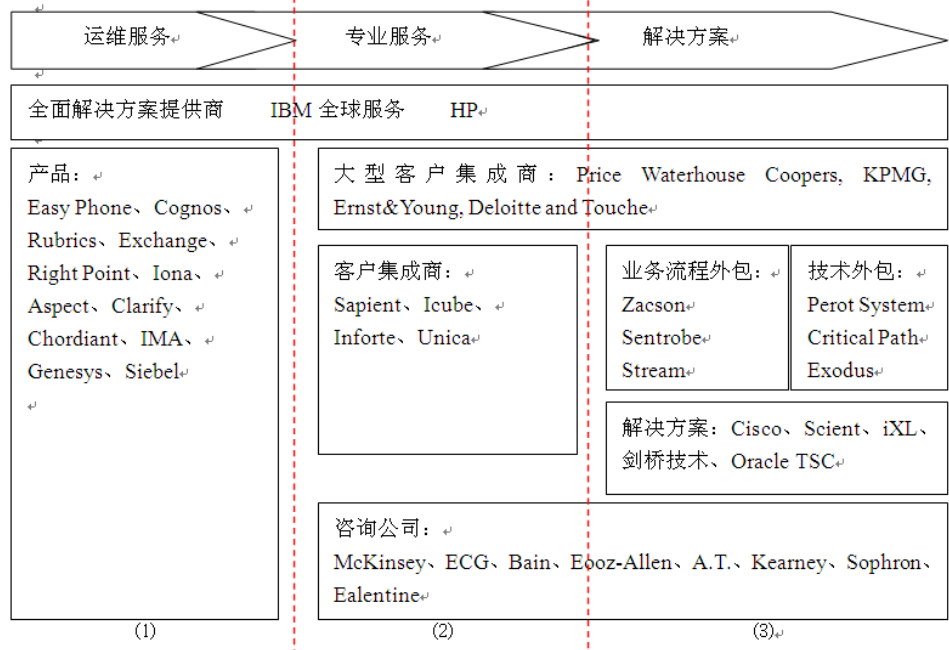


资料来源：CCID、华泰联合证券研究所

国外 IT 服务市场相对成熟，从事 IT 服务业务的厂商较多，我们按照不同的 IT 服务类型将国外厂商做了一个大致区分（见图 6）。

第一类（1）公司主要提供较为低端运维服务，包括 Easy Phone、Cognos 等厂商。这种 IT 服务是建立在软件或硬件产品的基础上，通常包括产品维护、版本升级等，可以看作是附着在本公司产品上的一种增值服务。因此这部分业务与公司软、硬件产品销售关联性较大且盈利能力较为有限；第二类（2）主要提供系统集成、网络集成优化、定制软件开发等专业 IT 服务，像长于系统集成的 Sapient、Icube 公司，专业服务对行业经验、技术积累有较高要求，相应的毛利率由有所

图 6 全球 IT 服务提供商分类



资料来源: 麦肯锡、华泰联合证券研究所

提高, 一般在 20%--30%之间; 第三类 (3) 属于高端 IT 服务, 包括技术外包、业务流程外包和解决方案公司, 高端服务在技术能力、服务管理和流程管理等几方面对服务厂商提出了较高的要求, 对应的项目毛利率也最高。另外也存在一些横跨多个服务领域的公司, 像 IBM、HP 等提供全面服务的公司, 和 KPMG、E&Y 等覆盖专业服务和解决方案领域的厂商。

下表列出了 09 年 9 月全球金额较大的 IT 服务合同 (见表 3)。

表 3 09 年 9 月全球较大的 IT 服务合同 (单位: 百万美元)

序号	客户	服务商	服务项目	区域	金额	合同期限(年)
1	美国运输安全管理局	CSC	基础设施管理	美国	493	5
2	巴西淡水河谷矿业公司	惠普	基础设施管理	全球	420	7
3	澳洲航空公司	IBM	咨询	澳大利亚	245	7
4	美国航空航天管理局	CSC	维护/支持	美国	162	2.5
5	美国环境保护署	洛克希德马丁	基础设施管理	美国	159	7
6	浙江海门市	中国安防技术	软件开发及支持	中国	146	5
7	美国国土安全部	ManTech	基础设施管理	美国	135	5
8	西门子企业通讯公司	英国电信集团	网络管理	全球	120	3
9	Enexis	Getronics	基础设施管理	荷兰	115	5
10	美国联邦紧急事务管理署	Unisys	维护/支持	美国	100	5

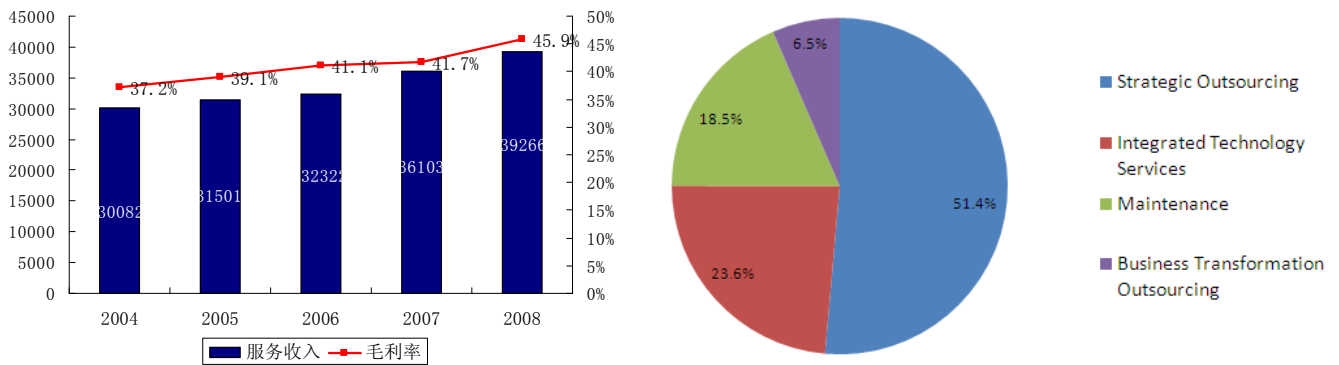
资料来源: 英国伦敦的数据监测 (Datamonitor) 公司的 IT 服务合同分析

IT 服务合同的真正价值在于与客户长期的合作关系和今后重复的服务机会。高级服务要求服务商渗透到客户日常业务流程中, 并根据客户需求和业务变化及时做出调整, 因此高级服务合同一般时间长、金额高。合同签署后, 服务提供商不仅要为 IT 设备和人员进行大规模投资, 更多的时候还要面对客户提出再次谈判的压力, 因此服务商必须一方面提高营运效率, 在现有 IT 服务的基础上增加客户粘性,

另一方面不断引入毛利较高的新服务项目，维持公司的增长和盈利能力。

我们在下图中绘出了两家典型的 IT 服务公司的服务收入与毛利水平：具备全面服务能力的 IBM Global Service（见图 7）以及长于系统集成业务的 Sapient（见图 8）

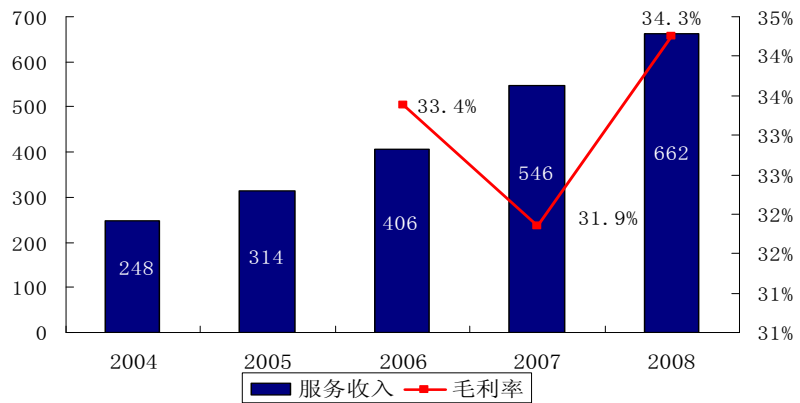
图 7 IBM Global Service 服务收入、毛利及各业务占比（单位：百万美元，%）



数据来源：彭博资讯

IBM 全球服务业务包括 IT 规划咨询、业务流程外包、系统集成、运营维护等全方位的 IT 服务，涵盖了从低端到高端全面解决方案，图 7 显示 IBM 的 IT 服务收入持续增长，毛利率不断提高，08 年已达 45.9%。

图 8 Sapient 的 IT 服务收入及毛利（单位：百万美元，%）



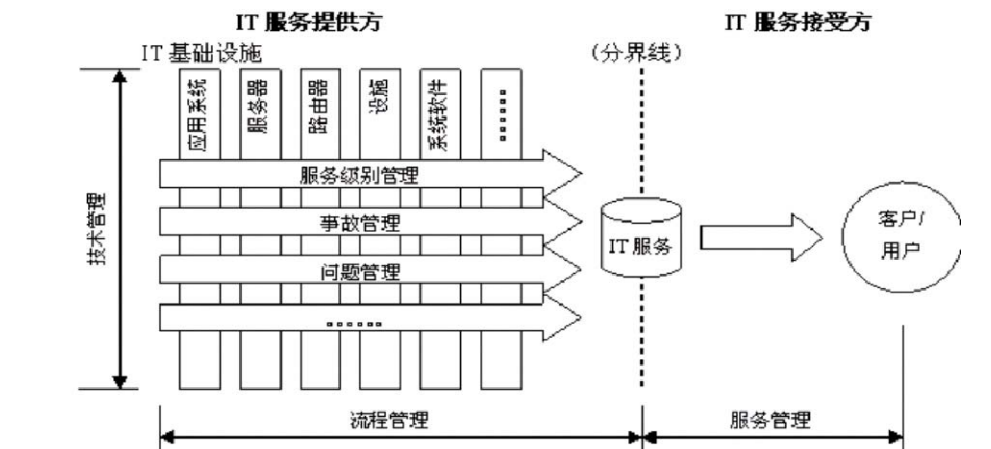
数据来源：彭博资讯

Sapient 公司则以系统集成业务起家，逐步扩展可提供的业务范围，目前已成为涵盖系统集成、运营维护、IT 咨询等多种高端服务业务为一体的综合 IT 服务提供商。2004 年以来公司收入快速增长，04—08 年复合增长率达 27%。毛利率小幅波动但都维持在 30% 以上。这对于毛利率在 20% 以下的传统系统集成商而言有较大的增长空间。

华胜天成向高端服务迈进

高端 IT 服务在技术管理、服务管理和流程管理三个层面对服务商提出了更高的要求（见图 9）。

图9 IT 服务管理



资料来源：IBM IT 服务管理白皮书

华胜天成出身于硬件代销、系统集成领域，有丰富的技术储备和行业经验，因此目前的短板在于**服务管理**和**流程管理**。公司正在着手解决这两个问题，重点建设标准化的服务等级协议（Service-Level Agreement）和后台支持系统。服务等级协议将服务类型和服务质量予以量化，服务商还需要有技术手段监控和管理服务质量，并向客户提供相应的结构报告，作为客户购买服务的依据。后台支持系统的建立可以有效地将服务商的行业经验整合到服务中去，采用标准化、制度化流程以提高运营效率并改善客户的服务体验。

高端 IT 服务将进一步增大客户的粘性，深化客户关系，并为公司提供持续服务、不断引进新产品/服务的机会，重新打开公司的成长空间，届时公司将再次回到快速增长的轨道中来。若公司转型成功，我们预计 2011 年公司 IT 服务业务的收入增长将达 40%。

高端服务业务的盈利能力更强（见表 2），项目毛利率通常在 50%以上。目前公司各项业务的毛利水平见表 4，转型高端服务之后，公司专业服务业务的毛利率将增至 45%以上。公司盈利能力将进一步改善。

表 4 华胜天成各项业务毛利率水平

	2006	2007	2008	2009H1
硬件及系统集成	17.0%	15.6%	17.7%	13.2%
软件业务	25.5%	24.9%	16.0%	20.0%
专业服务	35.2%	42.7%	40.6%	39.2%

单纯的系统集成类公司市场估值在 15 倍左右，一个重要的原因是由于系统集成商的盈利水平较低，且被夹在上游硬件厂商和下游强势客户之间，议价能力有限。高毛利水平的高端服务业务一方面增强公司盈利能力，另一方面与客户较长时期的合作关系将给予公司更强的议价能力，这都会在公司估值上得到反映。

表 5 列出了国外 IT 服务提供商的估值水平，同样以系统集成出身的 Sapient 公司目前的估值在 24.8 倍。考虑到 A 股科技股的溢价，我们预计转型后的华胜天成将享有高于目前水平的市场估值。

表 5 国外 IT 服务提供商估值水平

	CSC	IBM	NCR	Sapient
市场容量	8.8B	171.95B	1.8B	1.1B
毛利率	21.14%	45.61%	20.67%	30.85%
PE	9.88	13.44	22.53	24.76

资料来源：雅虎财经

公司面临的风险主要有两个：一是有可能无法在既定的时间内完成业务转型；二是公司将在高端 IT 服务市场直面 IBM、HP 和神州数码等国内外强劲对手，虽然本土化企业在服务市场会占有一定优势，但究竟鹿死谁手目前还较难判断。

2010--2011 年是公司转型的关键期，若进展顺利，高端服务业务将在 2011 年为公司贡献收入。仍然维持公司的盈利预测，09 至 11 年的收入分别为 33.7、46.6 和 56.9 亿元，净利润分别为 2.0、2.4 和 3.3 亿元，每股收益分别为 0.43 元、0.52 元和 0.71 元。

需要提醒投资者注意的是，上述业绩是在公司对前期股权激励成本进行摊销后的结果。公司股权激励的成本共计 1.36 亿元，分为 4 年摊销，每年约为 3400 万元。若不计股权激励成本费用，2010—2011 年公司净利润为 2.75、3.62 亿元，每股收益为 0.60 元、0.79 元。

目前市场上信息服务类公司的估值较高，我们重点关注的公司 10 年市盈率已达 40 倍以上(见表 6)，参考可比公司估值水平，我们认为公司合理价值区间在 20--22 元。维持“增持”评级。

表 6 国内可比公司盈利预测与估值水平（单位：元、/）

	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
用友软件	0.62	0.83	44.7	33.4
远光软件	0.57	0.74	43.5	33.5
恒生电子	0.55	0.67	40.9	33.6
川大智胜	0.92	1.34	42.4	29.1
卫士通	0.69	0.88	56.8	44.5
华胜天成 ¹	0.60	0.79	28.8	21.8
华胜天成 ²	0.52	0.71	33.2	24.3

资料来源：华泰联合证券研究所、Wind

¹ 不考虑股权激励成本情况下盈利预测。

² 摊销股权激励成本情况下的盈利预测。

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2562	3422	4245	5203	营业收入	2945	3368	4663	5694
现金	881	674	933	1139	营业成本	2326	2710	3787	4584
应收账款	342	304	599	516	营业税金及附加	27	30	42	51
其它应收款	45	47	65	79	营业费用	254	276	378	461
预付账款	83	54	76	92	管理费用	64	121	163	182
存货	971	1939	2059	2780	财务费用	-9	1	4	8
其他	241	404	514	597	资产减值损失	29	8	10	15
非流动资产	111	141	135	161	公允价值变动收益	-39	1	0	0
长期投资	14	1	1	1	投资净收益	11	8	23	25
固定资产	65	104	97	114	营业利润	225	231	302	417
无形资产	11	23	24	33	营业外收入	7	3	4	5
其他	21	14	13	13	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	2674	3563	4380	5363	利润总额	231	232	305	421
流动负债	1216	1995	2618	3322	所得税	28	30	40	55
短期借款	93	192	197	428	净利润	202	202	265	366
应付账款	420	664	851	982	少数股东损益	0	5	24	38
其他	703	1139	1570	1912	归属于母公司净利润	202	196.9	240.9	328.5
非流动负债	37	14	12	10	EBITDA	229	243	321	443
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.43	0.52	0.71
其他	37	14	12	10					
负债合计	1253	2009	2630	3332	主要财务比率				
少数股东权益	21	25	50	88	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	419	461	461	461	成长能力				
资本公积	434	393	393	393	营业收入	31.3%	14.4%	38.4%	22.1%
留存收益	551	681	853	1095	营业利润	14.3%	2.4%	30.9%	38.2%
归属母公司股东权益	1400	1529	1701	1944	净利润	13.3%	-2.6%	22.3%	36.4%
负债和股东权益	2674	3563	4380	5363	获利能力				
					毛利率	21.0%	19.5%	18.8%	19.5%
现金流量表					净利率	6.9%	5.8%	5.2%	5.8%
					ROE	14.4%	12.9%	14.2%	16.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	34.0%	22.9%	31.6%	32.9%
经营活动现金流	203	-150	294	68	偿债能力				
净利润	202	202	265	366	资产负债率	46.8%	56.4%	60.0%	62.1%
折旧摊销	12	11	15	17	净负债比率				
财务费用	-9	1	4	8	流动比率	2.11	1.72	1.62	1.57
投资损失	-11	-8	-23	-25	速动比率	1.31	0.69	0.79	0.69
营运资金变动	-38	-428	9	-332	营运能力				
其它	46	72	24	33	总资产周转率	1.14	1.08	1.17	1.17
投资活动现金流	203	-89	33	2	应收账款周转率	9	10	10	10
资本支出	40	48	5	30	应付账款周转率	6.51	5.00	5.00	5.00
长期投资	54	-13	0	0	每股指标 (元)				
其他	296	-55	38	32	每股收益	0.44	0.43	0.52	0.71
筹资活动现金流	-29	32	-68	136	每股经营现金流	0.44	-0.33	0.64	0.15
短期借款	38	100	4	231	每股净资产	3.04	3.32	3.69	4.22
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	70	42	0	0	P/E	36.42	37.4	30.6	22.4
资本公积增加	-69	-42	0	0	P/B	5.26	4.82	4.33	3.79
其他	-69	-68	-73	-95	EV/EBITDA	29	27	20	15
现金净增加额	203	-207	259	206					

数据来源: 华泰联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。