

2010年04月15日

市场数据(人民币)

市价(元)	19.23
已上市流通A股(百万股)	415.33
总市值(百万元)	8,865.33
年内股价最高最低(元)	20.88/10.35
沪深300指数	3403.71
上证指数	3166.18
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 《股权激励方案点评：核心团队与公司经营深度绑定,谋公司价值最大化》，2009.12.22
- 《外延式扩张+服务化战略》，2009.11.11

分析师:陈运红

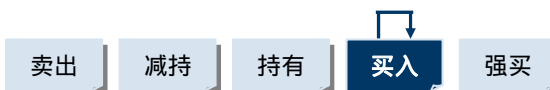
 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

联系人:李哲人

 (8621)61357580
 lizheren@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华胜天成 (600410.SH)

——业绩低于预期，宣布收购现代先锋

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.511	0.482	0.409	0.524	0.647	0.756
净利润增长率	27.25%	13.30%	-6.68%	28.12%	23.49%	16.73%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.604	0.753	N/A
市盈率(倍)	51.55	22.14	41.50	36.68	29.70	25.45
行业优化市盈率(倍)	50.32	15.85	39.90	39.90	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.89	1.66	N/A	1.30	1.26	1.52
已上市流通A股(百万股)	107.83	235.67	415.33	415.33	415.33	415.33
总股本(百万股)	349.25	419.11	461.02	461.02	461.02	461.02

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **业绩低于预期，主因毛利率下降和费用率上升：**华胜天成公布 2009 年度报告，实现营业收入 33.54 亿，同比增长 13.88%，归属于母公司净利润 1.89 亿，同比下降 6.68%，实现每股收益 0.41 元。考虑到合并了 ASL 约一个季度的业绩，收入状况符合我们预期，但净利润低于预期，主要是 Oracle 收购 Sun 及运营商集中采购导致公司综合毛利率的下降以及收购 ASL 完成后费用率的升高。公司同时宣布拟每 10 股转增 1 股并派发现金 1.5 元（含税）；
 - ◆ **公司收入结构有所改善，但综合毛利率因系统集成业务而下滑 1.74 个百分点：**2009 年毛利率较高的软件开发和专业服务收入在营业收入中占比上升至 37.37%，毛利贡献度达到 57.08%。受宏观经济和 Oracle 收购 Sun 影响，系统产品和系统集成收入仅增长 6.95%达到 20.99 亿，同时由于下游电信运营商更多地采取集中采购，毛利率大幅下降 4.52 个百分点为 13.20%；
 - ◆ **业绩驱动因素分析：**公司净利润与收入增速不同步的主要原因是毛利率的下降和三项费用率的上升。公司三项费用率为 11.46%，相比 08 年上升 0.95 个百分点，主要是由于收购后公司人员大幅上升到 09 年底的 3385 人而导致管理费用上升 58.28%达到 1.02 亿，同时由于现金支出，财务费用率提高 0.37 个百分点。
- **宣布收购现代先锋，外延式扩张仍将不断推进：**
 - ◆ 公司同时宣布新的收购项目，通过香港子公司以自有资金 989.15 万美元收购现代先锋软件有限公司（含全资子公司摩卡软件）100%股权。我们认为此次收购有望利用华胜的行业地位和客户关系撬动摩卡软件在

BSM 业务上的领先实力，迅速拓展电信运营商 OA 及 BSM 市场，达到双方力量的乘数效应：

- ◆ 公司明确将投资方向放在像摩卡这样在细分子行业处于优势地位，具有自身核心技术实力和下游客户的企业上，以达到迅速切入下游市场，并以外延扩张带动内生成长的目的。公司 09 年底帐上仍有约 7.7 亿现金，外延式扩张仍将成为公司未来扩张的主要方式。
- **业绩预测及投资建议：维持买入。**由于公司服务业务升级的进程较慢，综合毛利率的下降幅度超出我们之前预期，且 ASL 并表后将拉低公司毛利率（以 09 年四季度为例，ASL 综合毛利率仅为 12.47%），我们下调了公司业务的毛利率预测。预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 49.82 亿、56.40 亿和 61.50 亿，分别增长 48.53%、13.20%和 9.03%，实现 EPS 分别为 0.524 元、0.647 元和 0.756 元，增速为 28.12%、23.49%和 16.73%，目前股价对应 10 年 PE36.7X，我们认同公司收购标的的挑选思路，并且看好公司后续外延式扩张带来的投资机会，维持对公司的买入评级。

图表目录

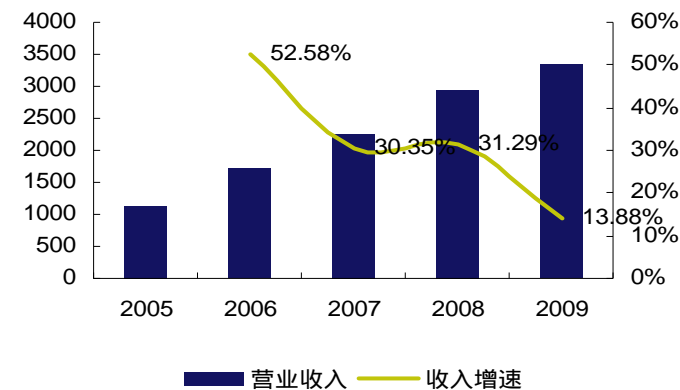
图表 1：09 年营业收入增长 13.88%（百万元）	3
图表 2：09 年净利润下降 6.68%（百万元）	3
图表 3：公司收入结构进一步优化	4
图表 4：三项业务毛利贡献比例	4
图表 5：业绩驱动因素分析：同比增速	4
图表 6：毛利率下降和三项费用率上升	4
图表 7：现代先锋近年财务数据（人民币）	5
图表 8：公司近年投资项目一览	5
图表 9：公司营业收入预测（百万元）	5
图表 10：公司 EPS 预测（百万元）	5
图表 11：公司各项业务收入预测	6

2009 年公司业绩点评

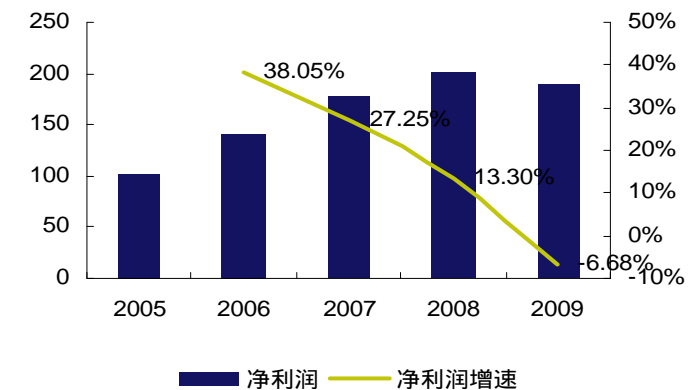
收入符合，但利润低于预期

- 华胜天成公布 2009 年度报告，实现营业收入 33.54 亿，同比增长 13.88% 归属于母公司净利润分别为 1.89 亿，同比下降 6.68%，实现每股收益 0.41 元。考虑到合并了 ASL 约一个季度的业绩，收入状况符合我们预期，但净利润低于预期，主要是 Oracle 收购 Sun 及运营商集中采购导致公司综合毛利率的下降以及收购 ASL 完成后三项费用率的升高。公司同时宣布拟每 10 股转增 1 股并派发现金 1.5 元（含税）；

图表1：09 年营业收入增长 13.88%（百万元）



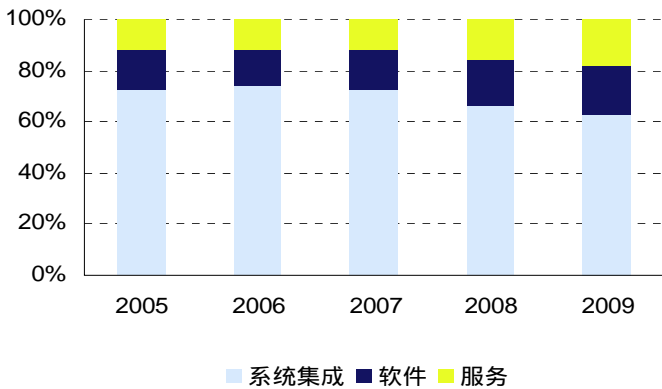
图表2：09 年净利润下降 6.68%（百万元）



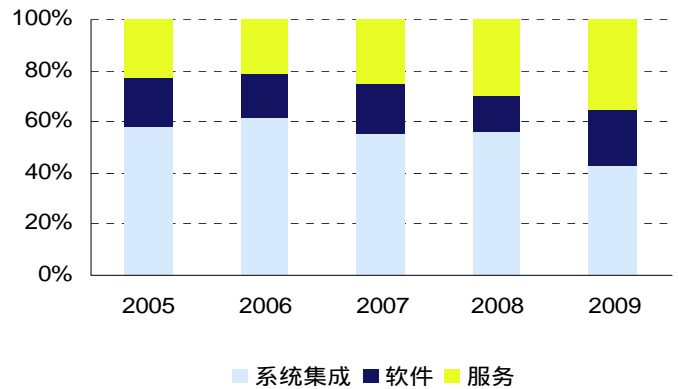
来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司收入结构有所改善，但综合毛利率因系统集成业务而下滑 1.74 个百分点：2009 年毛利率较高的软件开发和专业服务收入在营业收入中占比从 08 年的 33.27% 上升至 37.37%，对公司毛利贡献度达到 57.08%，同比大幅提升 13.54 个百分点：
 - ◆ 受宏观经济和 Oracle 收购 Sun 影响，系统产品和系统集成收入仅增长 6.95% 达到 20.99 亿，同时由于下游电信运营商更多地采取集中采购，毛利率大幅下降 4.52 个百分点为 13.20%。我们认为公司在 Sun 业务大幅下降情况下成功的推进与 IBM、HP 的合作，并实现收入的增长实属难能可贵。预计随着收购尘埃落定，公司成为 Oracle 在大中华区最大的合作伙伴，华胜系统集成业务 10 年的收入增速将有所恢复，毛利率也会出现一定反弹；
 - ◆ 软件及软件开发收入为 6.63 亿，同比增长 26.31%，毛利率则因为自主开发软件比例的提高而提升 5.57 个百分点至 21.56%；
 - ◆ 而专业服务收入为 5.90 亿，同比增长 30.01%，但由于服务仍大多为基础的运维服务等，毛利率略有下降至 38.25%，公司向高端解决方案类服务的转型仍然需要时间，我们认为 ASL 收购完成后的磨合和学习将有助于这一进程的加速。公司软件和服务业务的增长主要依靠电信及政府行业的需求，预计公司未来将加大政府行业的拓展力度，将其打造为电信、邮政之后的又一大下游行业。

图表3：公司收入结构进一步优化



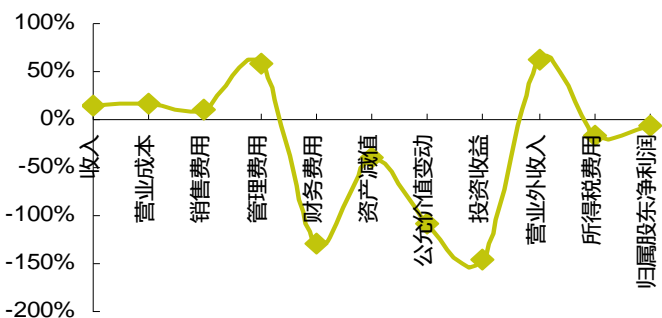
图表4：三项业务毛利贡献比例



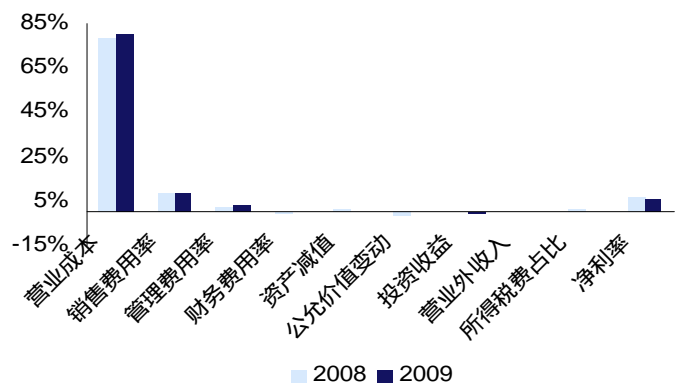
来源：公司年报，国金证券研究所

- 业绩驱动因素分析：公司净利润增速低于收入增速的主要原因是毛利率的下降 1.74 个百分点和三项费用率上升 0.95 个百分点：
 - ◆ 公司三项费用率为 11.46%，相比 08 年上升 0.95 个百分点，主要是由于收购后公司人员大幅上升到 09 年底的 3385 人而导致管理费用上升 58.28%达到 1.02 亿，同时由于现金支出，财务费用率提高 0.37 个百分点；
 - ◆ 公允价值变动收益变化较大，为 343.57 万，而去年同期则为-3869.57 万，主要是交易性金融资产市价变动所致。

图表5：业绩驱动因素分析：同比增速



图表6：毛利率下降和三项费用率上升



来源：公司年报，国金证券研究所

宣布收购现代先锋软件，外延式扩张仍将不断推进

- 公司同时宣布新的收购项目，通过香港子公司以自有资金 989.15 万美元收购现代先锋软件有限公司（含全资子公司摩卡软件）100%股权。我们认为此次收购有望利用华胜的行业地位和客户关系撬动摩卡软件在 BSM 业务上的领先实力，迅速拓展电信运营商 OA 及 BSM 市场，达到双方力量的乘方效果：
 - ◆ 摩卡软件成立于 1998 年，是国内领先的 BSM 软件厂商，其核心产品 Mocha OA 是基于 ITIL 标准，能够实现企业端到端 BSM 为目的的业务服务管理软件，其客户包括中国移动集团公司、中国联通总部、中国电信、交行总行、香港机场等，在众多下游行业尤其是电信行业占有较高的市场份额；

- ◆ 利用摩卡在 OA 及 BSM 市场上的既有地位，华胜天成能够迅速的切入成为中国移动相关领域最大的合作伙伴，并进一步开拓其他运营商，同时公司还将拥有更强的软件及解决方案研发能力；
- ◆ 另一方面，被华胜收购以后，摩卡的软件及系统产品将能够迅速地通过华胜的渠道和客户网络渗透到更多的下游行业，我们认为双方的合作是一个 2*2=4 的乘方效应。
- 在依靠内部努力提升技术服务水平进展较慢的情况下，公司明确将投资方向放在像摩卡这样在细分子行业处于优势地位，具有自身核心技术实力和下游客户的企业上，以达到迅速切入下游市场和提升自身水平的目的。公司 09 年底帐上仍有约 7.7 亿现金，外延式扩张仍将成为公司扩张的主要方式。我们也将保持对公司此类扩张活动的密切关注。

图表7：现代先锋近年财务数据（人民币）

科目	2010/1/31	2009/12/31	2008/12/31
总资产	41,859,944.65	43,239,958.72	32,306,117.34
总负债	13,459,883.20	15,421,848.35	9,289,939.29
所有者权益	28,400,061.45	27,818,110.37	23,016,178.05
科目	2010年1月	FY2009	FY2008
营业收入	7,755,205.65	70,798,020.18	45,817,575.49
税前利润	751,560.50	6,158,577.53	241,144.55
净利润	520,520.70	4,836,281.76	884,843.99

来源：公司公告，国金证券研究所

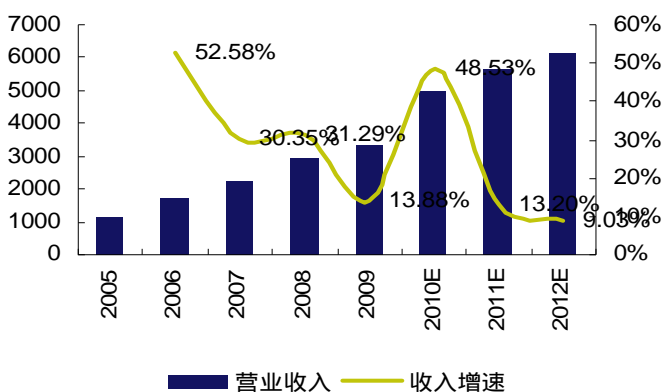
图表8：公司近年投资项目一览

时间	投资项目
2007年4月	出资1350万收购动景公司的手机浏览器软件
2007年4月	70万美元与Billionways合资成立ITMS公司
2007年10月	收购北京瑞澜天成科技有限公司50%股权
2008年1月	收购广州衡纬科技有限公司60%股权
2008年4月	投资6400万成立南京成都分公司
2009年5月	宣布2.6亿港元收购ASL公司68.4%股份
2010年1月	出资1000万成立北京永亚网安科技有限公司
2010年4月	出资989.15万美元收购现代先锋

业绩预测及投资建议

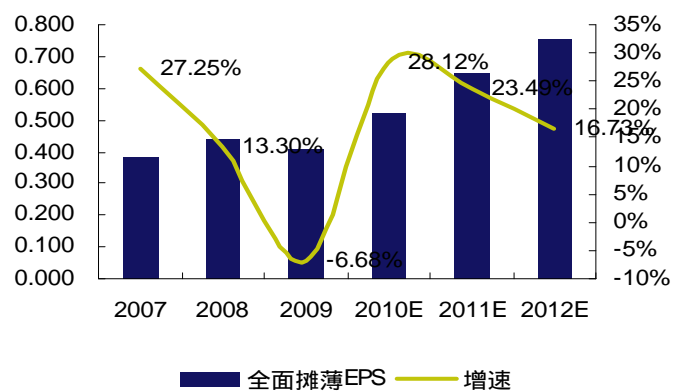
- **业绩预测及投资建议：维持买入。**由于公司业务升级的进程较慢，综合毛利率的下降幅度超出我们之前预期，且 ASL 并表后将拉低公司毛利率（以 09 年四季度为例，ASL 综合毛利率仅为 12.47%），我们下调了公司业务的毛利率预测。预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 49.82 亿、56.40 亿和 61.50 亿，分别增长 48.53%、13.20%和 9.03%，实现 EPS 分别为 0.524 元、0.647 元和 0.756 元，增速为 28.12%、23.49%和 16.73%，目前股价对应 10 年 PE36.7X，我们认同公司收购标的的挑选思路，并且看好公司后续外延式扩张带来的投资机会，维持对公司的买入评级。

图表9：公司营业收入预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表10：公司EPS预测（百万元）



图表11：公司各项业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
硬件及系统集成						
销售收入 (百万元)	1,621.22	1,962.78	2,099.13	2,987.23	3,336.71	3,538.84
增长率 (YOY)	27.12%	21.07%	6.95%	42.31%	11.70%	6.06%
毛利率	15.56%	17.72%	13.20%	13.10%	12.60%	12.00%
销售成本 (百万元)	1,368.96	1,614.98	1,822.05	2,595.90	2,916.29	3,114.18
增长率 (YOY)	29.36%	17.97%	12.82%	42.47%	12.34%	6.79%
毛利 (百万元)	252.26	347.81	277.09	391.33	420.43	424.66
增长率 (YOY)	16.22%	37.87%	-20.33%	41.23%	7.44%	1.01%
占总销售额比重	72.32%	66.73%	62.63%	59.96%	59.16%	57.55%
占主营业务利润比重	55.48%	56.46%	42.92%	43.85%	41.62%	38.40%
软件						
销售收入 (百万元)	351.74	524.96	663.05	1,025.00	1,165.62	1,274.33
增长率 (YOY)	47.17%	49.25%	26.31%	54.59%	13.72%	9.33%
毛利率	24.91%	15.99%	21.56%	20.50%	21.30%	22.00%
销售成本 (百万元)	264.12	441.02	520.10	814.87	917.35	993.98
增长率 (YOY)	48.40%	66.98%	17.93%	56.68%	12.58%	8.35%
毛利 (百万元)	87.62	83.94	142.95	210.12	248.28	280.35
增长率 (YOY)	43.60%	-4.20%	70.30%	46.99%	18.16%	12.92%
占总销售额比重	15.69%	17.85%	19.78%	20.57%	20.67%	20.72%
占主营业务利润比重	19.27%	13.63%	22.14%	23.54%	24.58%	25.35%
专业服务						
销售收入 (百万元)	268.91	453.51	589.61	970.02	1,137.78	1,336.46
增长率 (YOY)	30.07%	68.65%	30.01%	64.52%	17.29%	17.46%
毛利率	42.71%	40.63%	38.25%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	154.06	269.25	364.08	679.02	796.45	935.52
增长率 (YOY)	14.96%	74.77%	35.22%	86.50%	17.29%	17.46%
毛利 (百万元)	114.85	184.26	225.53	291.01	341.33	400.94
增长率 (YOY)	57.91%	60.44%	22.39%	29.04%	17.29%	17.46%
占总销售额比重	11.99%	15.42%	17.59%	19.47%	20.17%	21.73%
占主营业务利润比重	25.26%	29.91%	34.93%	32.61%	33.79%	36.25%
销售总收入 (百万元)	2241.87	2941.25	3351.79	4982.25	5640.12	6149.63
销售总成本 (百万元)	1787.14	2325.25	2706.22	4089.79	4630.08	5043.68
毛利 (百万元)	454.73	616.01	645.56	892.46	1010.04	1105.95
平均毛利率	20.28%	20.94%	19.26%	17.91%	17.91%	17.98%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	10
买入	0	0	0	0	7
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-23	买入	9.80	N/A
2 2009-11-11	买入	14.66	16.63 ~ 16.63
3 2009-12-22	买入	15.92	19.05

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。