

2010年4月15日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元) 22.40

公司基本信息

产业别	信息科技
A 股价 (10/04/15)	18.57
上证综合指数 (10/04/15)	3164.97
股价 12 个月高/低	21.26 / 10.16
总发行股数 (百万)	461.02
A 股数 (百万)	415.33
A 市值 (亿元)	77.13
主要股东	王维航 (12.08%)
每股净值 (元)	3.31
股价/账面净值	5.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	10.60 -9.28 63.47

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-03-23	12.50	持有

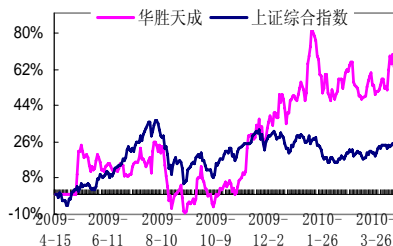
产品组合

系统集成	62.58%
软件	19.71%
专业服务	17.58%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	6.77%
基金	17.47%
券商集合理财	0.07%

股价相对大盘走势



华胜天成(600410.SH)

Buy 买入

IT 投资需求回升, ASL 并表增益效应, 2010 年业绩将现恢复性增长  
结论与建议:

3G 业务和全业务模式发展将显著提升电信行业 IT 投资力度, 经济景气的回暖, 其它行业 IT 投资也有望恢复增长, 公司作为国内领先的综合 IT 服务厂商, 2010 年业绩展望佳。此外, ASL 并表对 2010 年业绩有明显增厚效应, 收购摩卡软件预示公司有意继续通过并购实现外延式增长。

1Q10 受益于需求回升和 ASL 并表影响, 预计业绩将与 4Q09 接近, 同比 1Q09 将有较大幅度的增长。预计公司 2010、2011 年公司实现主营收入 47.51 亿元和 56.31 亿元, YOY+41.65%和 18.52%, 实现净利润 2.95 亿元和 3.79 亿元, YOY+56.4%和 28.39%, 每股 EPS 为 0.64 元和 0.82 元, 给予买入投资建议, 目标价 22.40 元, 相对于 2010 年 35 倍 P/E。

- 09 年公司实现营收 33.54 亿元, YOY+13.88%, 实现净利润 1.89 亿元, YOY-6.68%, 每股 EPS 为 0.41 元, 业绩表现略低于预期。公司 09 年分配方案为每 10 股转增 1 股派 1.5 元现金。
- 收购香港上市公司 ASL (自动系统 0771.HK) 65.36%的股权, 4Q09 并表贡献营收和净利分别为 2.61 亿元和 572 万元, 扣除并购影响, 公司原有业务营收和净利分别增长 5%和衰退 9.5%。
- 09 年下半年以来, 公司订单逐步回暖, 全年累计签单金额为 37.17 亿元, YOY+10.76%。09 年公司系统集成业务占营收的比重由 08 年的 66.64%下降至 62.63%, 软件和专业服务业务对公司利润的贡献进一步提高。考虑到业务稳定增长, 以及 ASL 全年并表的影响, 群益预测 2010 年公司营收规模可达 47.51 亿元, YOY+41.65%。
- 09 年公司综合毛利率为 19.30%, 同比下降 1.73 个百分点, 其中系统集成业务毛利率同比下降 4.52 个百分点。我们认为未来公司综合毛利率回升的动力将主要来自于软件和专业服务收入比重的提高。
- 我们预计公司 2010、2011 年公司实现主营收入 47.51 亿元和 56.31 亿元, YOY+41.65%和 18.52%, 实现净利润 2.95 亿元和 3.79 亿元, YOY+56.4%和 28.39%, 每股 EPS 为 0.64 元和 0.82 元, 2010 年 P/E 为 30 倍, 给予买入投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	178	202	189	295	379
同比增减	%	27.25%	13.31%	-6.68%	56.40%	28.39%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.511	0.482	0.409	0.640	0.822
同比增减	%	-33.21%	-5.58%	-15.16%	56.40%	28.39%
A 股市盈率 (P/E)	X	36.35	38.50	45.38	29.02	22.60
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.16	0.15	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	1.08%	0.86%	0.81%	1.08%	1.08%

### 营运分析

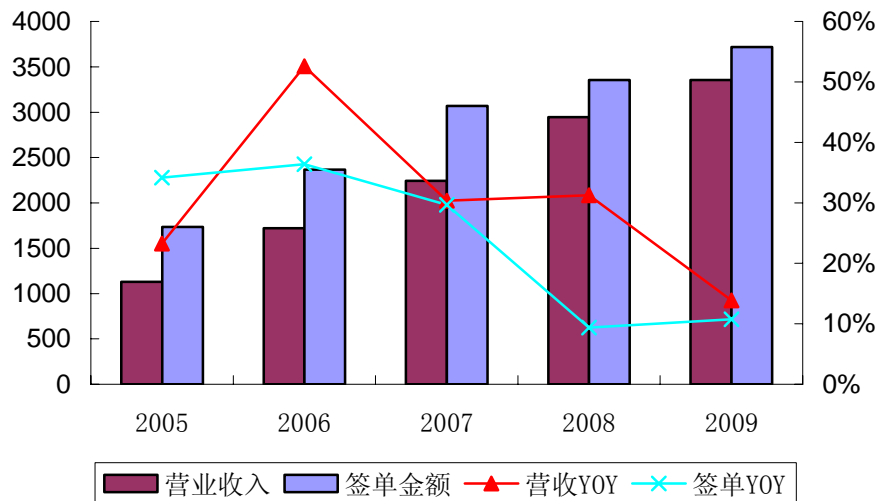
09 年实现净利润 1.89 亿元，YOY-6.68%，全年累计签单金额为 37.17 亿元，YOY+10.76%

09 年公司实现营收 33.54 亿元，YOY+13.88%，实现净利润 1.89 亿元，YOY-6.68%，每股 EPS 为 0.41 元，业绩表现略低于预期。公司 09 年分配方案为每 10 股转增 1 股派 1.5 元现金。

受金融危机的影响，中国国内 IT 投资需求也有所减少，加之公司重要的合作伙伴 SUN 被 Oracle 收购，也在一定程度上影响了公司的相关业务。在不利的市场环境下，公司坚持向 IT 综合服务商的业务转型，并收购香港上市公司 ASL（自动系统 0771.HK）65.36% 的股权，实现对大中华地区较为完整的业务和服务覆盖。公司在 4Q 实现对 ASL 的并表，09 年贡献营收和净利分别为 2.61 亿元和 572 万元。如扣除并购影响，公司原有业务部分营业和净利分别增长 5% 和衰退 9.5%。

09 年下半年以来，公司订单逐步回暖，全年累计签单金额为 37.17 亿元，YOY+10.76%，其中下半年增幅达到 16%。

图 1、营收和订单表现



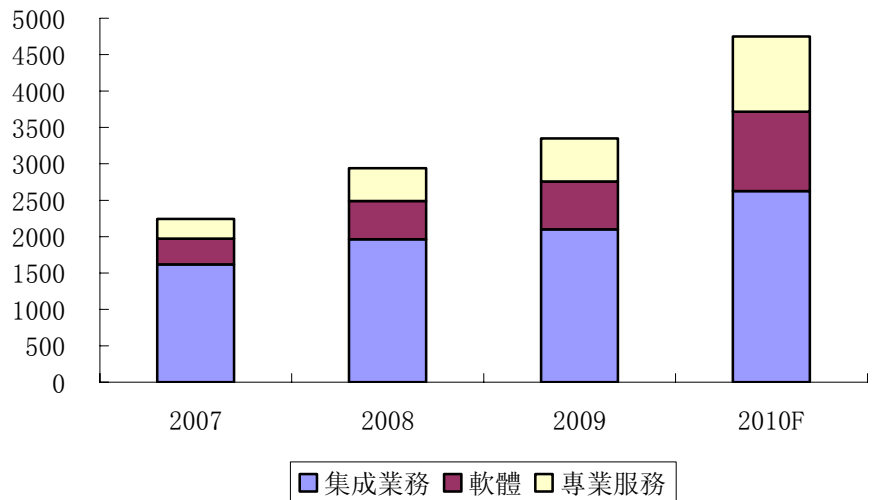
资料来源：公司公开资料

软件和专业服务营收占比分别提高 1.88 和 2.18 个百分点，预计 2010 年营收规模可达 47.51 亿元，YOY+41.65%

09 年公司系统集成业务实现收入 20.99 亿元，YOY+6.95%。软件业务收入为 6.63 亿元，YOY+25.92%。专业服务业务收入为 5.9 亿元，YOY+30%。其中系统集成业务占营收的比重由 08 年的 66.64% 下降至 62.63%。软件和专业服务的占比分别提高了 1.88 和 2.18 个百分点，对公司利润的贡献进一步提高。

参考公司 09 年签单情况，我们保守预计公司原有业务收入可有 10% 以上的增长。ASL 部分 09 年全年营收和净利规模约为 11.72 亿和 0.92 亿元，考虑到业务稳定增长以及全年并表的影响，群益预测 2010 年公司营收规模可达 47.51 亿元，YOY+41.65%。

图 2、分类营收构成



资料来源：公司公开资料，群益证券预测

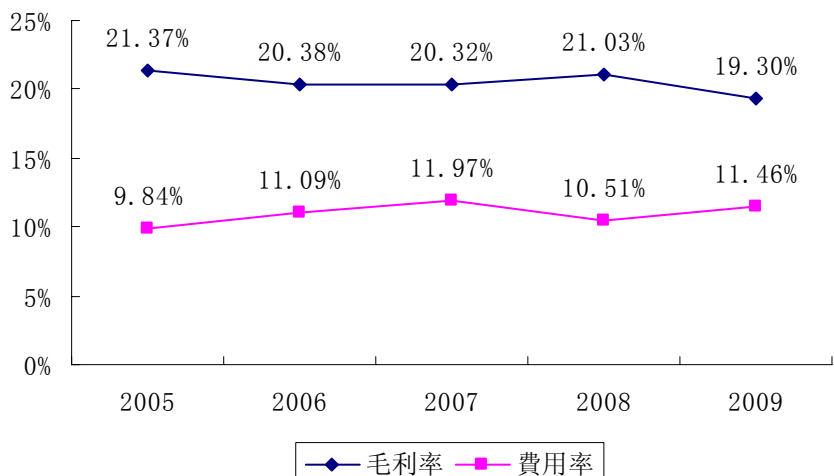
09 年公司综合毛利率 19.3%，下降 1.73 个百分点，未来毛利率提升的动力来自于软件和专业服务业务比重的提高

09 年公司综合毛利率为 19.30%，同比下降 1.73 个百分点，其中系统集成业务的毛利率为 13.20%，同比下降了 4.52 个百分点，主要是由于重要业务伙伴 SUN 的并购重组事件的影响，以及电信运营商集中采购压缩集成业务毛利率水平。软件业务毛利率为 21.56%，上升了 2.41 个百分点，主要是自主开发软件比重提高。专业服务业务毛利率为 34.72%，同比下降 5.91 个百分点，主要是因为服务业务集中在低端业务，毛利率水平不高。

公司系统集成业务之前能保有较高的毛利率水平主要缘于其与 SUN 良好的长期合作伙伴关系，在 Oracle 并购 SUN 之后表示将仅保留数据存储业务，未来公司在产品选择上将不得不转向 IBM、HP 等其它品牌，集成业务毛利率水平很难恢复到先前的水平。我们认为未来公司综合毛利率回升的动力将主要来自于软件和专业服务收入比重的提高。

公司期间费用率 11.46%，同比小幅上升 0.95 个百分点。其中，销售费用同比增长 10.35%，销售费用率同比下降 0.27 个百分点至 8.35%，主要是公司加强费用控制。管理费用同比增长 58.27%，管理费用率提高 0.85 个百分点至 3.03%，主要是 4Q 新合并 ASL 报表导致管理费用增加。财务费用较 08 年增加 1123 万元，主要是利息和汇兑收益减少。

图 3、毛利率和费用率表现



资料来源：公司公开资料

计划收购摩卡软件 100%股权，  
未来有望继续通过并购方式增  
强软件业务实力

公司公告称，计划通过全资子公司华胜天成香港公司以 989.15 万美元的价格收购现代前锋软件（含全资子公司摩卡软件）100%股权。

现代前锋 09 年营收和净利分别为 7080 万元和 483.6 万元，其业绩主要来自于全资子公司—摩卡软件，摩卡软件主要业务为电信行业 OA、BPM（业务流程管理）、BSM（业务服务管理）等软件和解决方案，主要客户为电信运营商和其它行业客户。

通过收购摩卡软件，可以丰富公司软件业务产品线，并有机会利用公司的管道优势进行业务拓展。我们预计公司未来将会继续通过并购的方式增强其软件业务的实力。

### 盈利预测

预计公司 2010 年每股 EPS 为  
0.64 元，P/E 为 30 倍，买入建  
议

3G 业务和全业务模式发展将显著提升电信行业 IT 投资力度，而经济景气的回暖，其它行业 IT 投资也有望恢复增长，公司作为国内领先的综合 IT 服务厂商，业绩有望恢复增长。ASL 并表对 2010 年业绩有明显增厚效应，收购摩卡软件预示公司有意继续通过并购实现外延式增长。09 年底公司推出了股权激励计划，也显示了管理层对未来业绩的信心。

1Q10 受益于需求回升和 ASL 并表影响，预计业绩将与 4Q09 接近，同比 1Q09 将有较大幅度的增长。我们预计公司 2010、2011 年公司实现主营收入 47.51 亿元和 56.31 亿元，YOY+41.65%和 18.52%，实现净利润 2.95 亿元和 3.79 亿元，YOY+56.4%和 28.39%，每股 EPS 为 0.64 元和 0.82 元，2010 年 P/E 为 30 倍，给予买入投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业额	2243	2945	3354	4751	5631
经营成本	1788	2326	2707	3800	4492
营业费用	207	254	280	390	451
管理费用	61	64	102	143	158
财务费用	1	-9	3	4	6
投资收益	22.92	10.67	-4.85	5	5
营业利润	197	225	209	358	459
税前利润	200	231	218	368	470
所得税	20	28	24	41	52
少数股东权益	1	0	5	33	40
净利润	178	202	189	295	379

## 附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	661	837	698	908	1178
应收帐款	253	342	640	704	775
存货	1053	971	884	928	974
流动资产合计	2385	2562	2638	2990	3377
长期投资净额	1	14	13	13	13
固定资产合计	67	65	208	210	209
无形资产	13	11	9	9	9
非流动资产合计	96	111	307	312	321
资产总计	2481	2674	2945	3247	3633
流动负债合计	1166	1216	1244	1306	1372
长期负债合计	35	37	40	40	40
负债合计	1201	1253	1284	1346	1412
少数股东权益	12	21	135	138	140
股本	349	419	461	461	461
股东权益合计	1280	1421	1662	1763	2082
负债和股东权益总计	2481	2674	2945	3247	3633

## 附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	-51	203	218	230	250
投资活动产生的现金流量净额	61	30	-251	30	50
筹资活动产生的现金流量净额	373	-29	-104	-50	-30
现金及现金等价物净增加额	381	203	-138	210	270

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

## 群益大中华产业研究团队

### 台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
<b>总经及市场策略处</b>		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
<b>产业研究一处</b>		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
<b>产业研究二处</b>		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
<b>产业研究三处</b>		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

### 上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	LiuHui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

### 群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料