

6-12个月目标价 **20-22元**

当前股价 18.57元

投资评级 **买入**

研究员: 薄小明 执业号: S0640208090088

电话: 0755-83689707

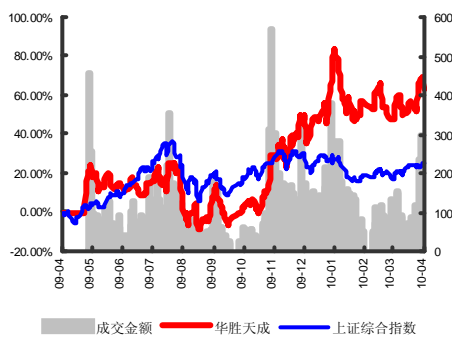
Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010/04/15

基础数据

上证指数	3164.97
总股本(亿股)	4.61
流通A股(亿股)	4.15
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	77.07
总市值(亿元)	85.61
每股净资产(元)	3.21
ROE	12.36%
资产负债率	43.58%
动态市盈率	33.23
市净率	4.98

近一年股价表现



相关报告:

《华胜天成三季报点评》2009.11.01

《华胜天成调研报告》2009.12.25

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路3024号航空大厦2902室 (518031)

投资要点:

- 2009年,华胜天成实现营业收入33.54亿元,同比增长13.96%;实现归属于母公司所有者的净利润18,864.22万元,同比减少6.68%;基本每股收益0.4092元。公司业绩低于我们的预期,主要是由于业务合作伙伴SUN被并购以及公司内部战略转型,导致2009年毛利率下降和管理费用率上升。
- 公司继续推进由系统集成商向IT综合服务商全面转型的战略,软件与服务业务收入及利润占比逐年提升。2009年,软件开发和专业服务收入分别大幅增长26.31%和30.01%,占公司主营业务收入的比重由上年同期的33.27%上升至37.37%,对公司的毛利贡献比例达到57.08%,同比大幅提升13.54个百分点。由于软件开发和专业服务的毛利率远高于系统集成业务,业务结构的优化将成为拉动公司整体业绩成长的重要驱动因素。
- 近期在外部环境和公司自身两方面都出现了较多的利好因素。外部有利因素包括软件行业整体回暖趋势明显,IT支撑系统成为2010年运营商投资的重点,Oracle对SUN公司的合并完成。从公司自身来看,则有股权激励、订单创新高和收购整合三项利好。
- 2009年,公司累计签订合同37.17亿元,其中四季度签订合同14.42亿元,创近年季度新高。由于订单实施有一定的周期,2009年四季度的订单一般会在2010年实施和确认收入。高额的在手订单确保了公司2010年的业绩成长。公司2010年经营目标是业务收入同比增长40%,净利润增长20%,归属于母公司所有者的净利润同比增长14%。根据近期的利好因素,我们判断合并ASL报表后公司将能超额完成经营目标。
- 公司4月15日公告,以全资子公司华胜天成科技(香港)有限公司为主体,以自有资金收购现代前锋软件有限公司(含全资子公司摩卡软件)100%股权,收购价格约为989.15万美元。现代前锋2010年净利润预计在500万元以上,本次收购将增加公司在电信行业的产品线,增强公司的软件产品化能力。我们预计公司还将继续开展收购行动,积极参与行业整合,并购重组将成为公司发展的又一强大引擎。
- 合并ASL报表后,预计公司未来三年的每股收益分别为0.56元、0.83元和1.1元。我们看好未来2-3年电信行业IT投资增长给华胜天成三大业务板块带来的总量成长机会;同时,公司的业务结构转型在未来2-3年也将显现成效,估值水平有进一步提升的空间。目前,A股市场与华胜天成可比的公司2010年平均动态市盈率为35-40倍,据此我们给予公司20-22元的目标价,维持“买入”的投资评级。

财务数据与估值

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3354.37	4789.02	6652.74	9041.37
(+/-%)	13.88%	42.77%	38.92%	35.90%
净利润(百万元)	188.64	257.62	382.66	509.07
(+/-%)	-6.68%	36.57%	48.53%	33.04%
EPS(元)	0.41	0.56	0.83	1.10
P/E(倍)	45.38	33.23	22.37	16.82
P/B(倍)	5.61	4.98	4.23	3.54

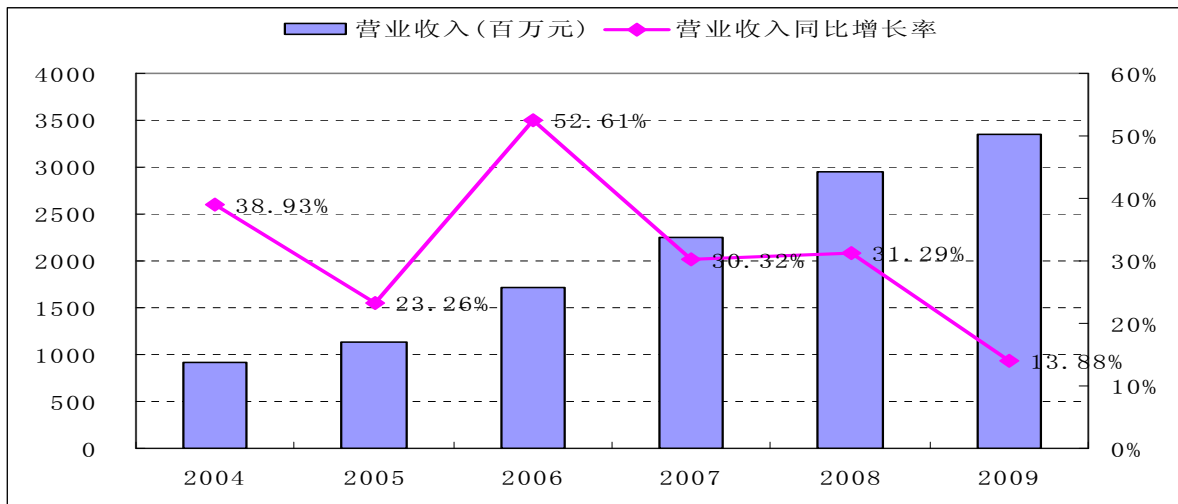
来源: 江南金融研究所

一、2009 年经营情况回顾

2009年，华胜天成实现营业收入33.54亿元，同比增长13.96%；实现归属于母公司所有者的净利润18,864.22万元，同比减少6.68%；基本每股收益0.4092元。公司业绩低于我们的预期，主要是由于系统集成业务毛利率出现较大下降和管理费用率上升。

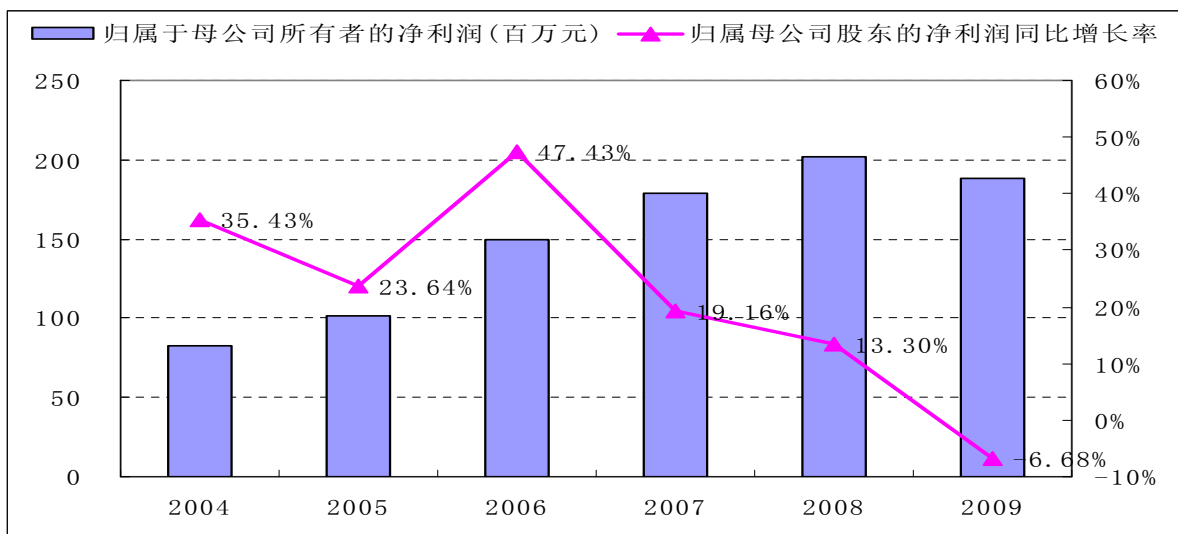
公司继续推进由系统集成商向IT综合服务商全面转型的战略，软件与服务业务收入以及利润占比逐年提升。2009年，在系统集成业务仅增长6.95%的情况下，软件开发和专业服务收入分别大幅增长26.31%和30.01%，占公司主营业务收入的比重由上年同期的33.27%上升至37.37%，对公司的毛利贡献比例达到57.08%，同比大幅提升13.54个百分点。软件开发和专业服务的毛利率远高于系统集成业务，因而业务结构的优化、高毛利率业务的持续快速增长，成为拉动公司整体业绩成长的重要驱动因素。

图表 1 华胜天成营业收入及增长率情况



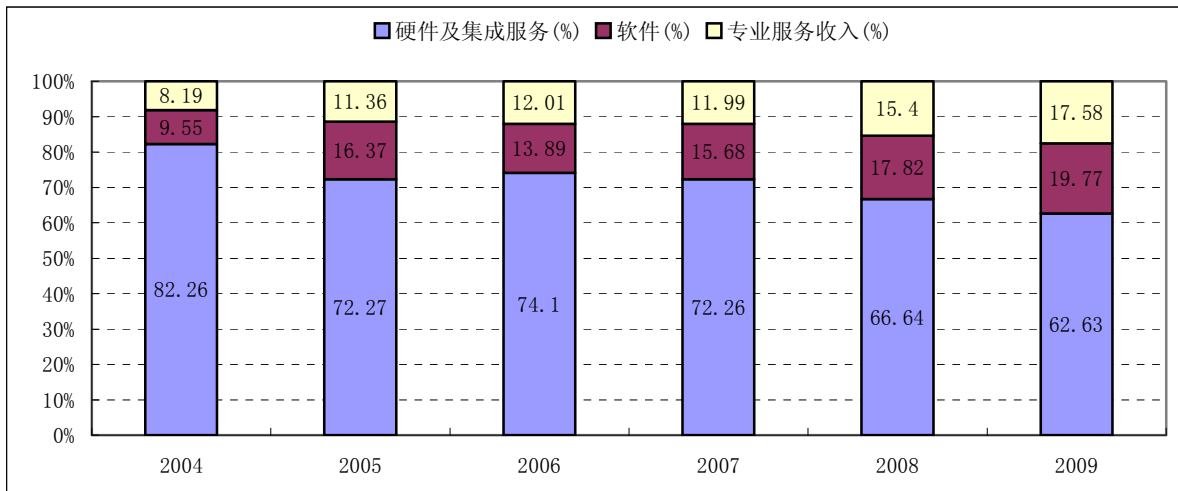
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 2 华胜天成净利润及增长率情况



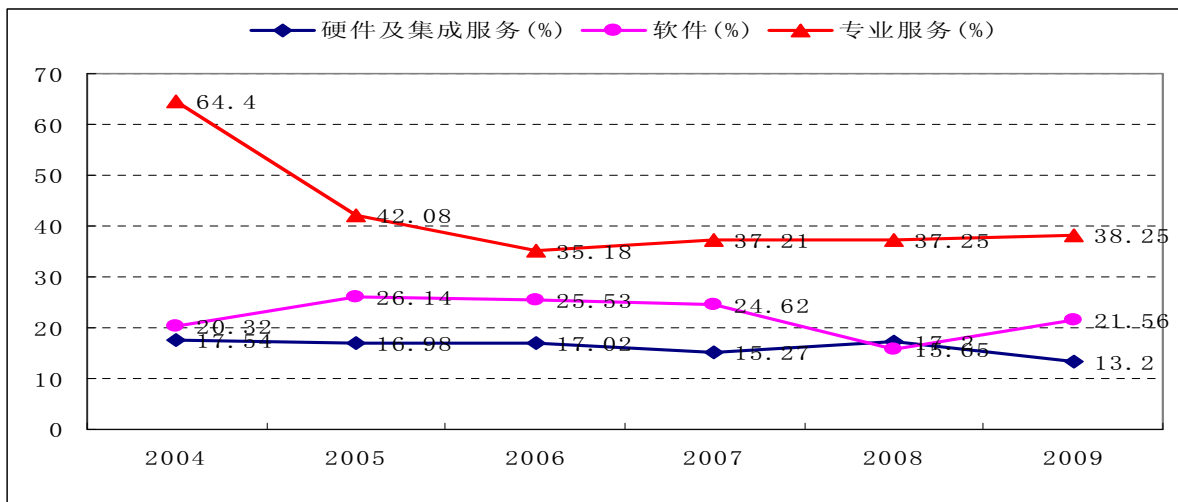
资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 3 华胜天成业务结构变化情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 4 华胜天成各业务毛利率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

2009年公司综合毛利率为19.30%，比上年同期下降1.73个百分点。系统产品和系统集成收入的毛利率为13.20%，比上年同期的17.72%下降4.52个百分点，毛利率的下降一方面是由于SUN的兼并重组对公司的产品销售产生一定的影响；另一方面受电信运营商集中采购比重上升的影响，硬件集成业务的毛利率水平受到挤压。软件及软件开发业务的毛利率为21.56%，较上年同期大幅提升5.57个百分点，软件开发毛利率随着自主开发软件占比上升得到提升。专业服务业务的毛利率为38.25%，比上年同期略有下降，主要由于目前公司的服务业务集中于中低端的运维服务和专业服务，向高端解决方案服务的转型还需一定的培育时间。

2009年公司销售费用同比增长10.35%，低于营业收入增长率，销售费用率由上年同期的8.62%下降到8.35%，同比降低0.27个百分点。管理费用率由上年同期的2.18%上升至3.03%，管理费用的增长主要由于纳入合并范围的控股子公司增加，以及随着公司业

务规模、区域覆盖的不断扩大带来人力成本的上升所致。财务费用较上年同期增加1,123万元,主要由于随着公司资本性开支增加、人民币对美元的汇率波动趋于平稳,利息收入和汇兑收益同比大幅减少。

2009年,公司开始重视以收购兼并为主的外延式发展战略,成功收购了在香港联交所上市的自动系统集团公司(ASL),从而成为第一家真正意义上在大中华地区具备较强业务覆盖和完整服务覆盖的中国本土IT服务企业,并且形成以香港为跳板向整个亚太地区延伸的积极态势,为公司今后的国际化发展奠定了重要的基础。

总体来看,由于主要业务合作伙伴SUN被并购以及公司内部战略转型,导致公司2009年毛利率下降和管理费用率上升,因而公司2009年在营业收入增长略超预期的情况下,归属于母公司所有者的净利润同比减少了6.68%,出现了上市以来的首次业绩下滑。

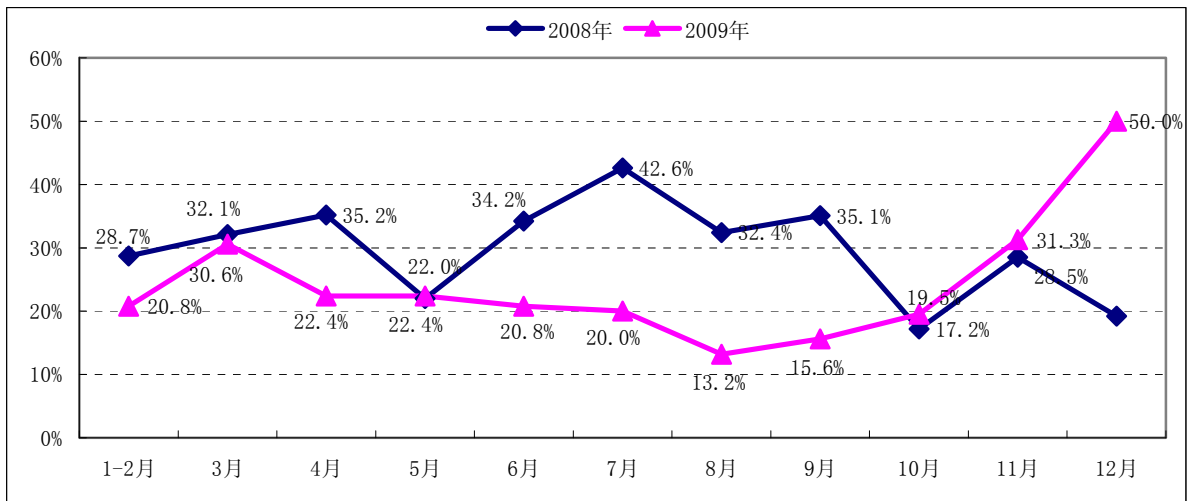
二、利好频现,2010年增长确定

近期在外部环境和公司自身两方面都出现了较多的利好因素。公司2010年最大的亮点是受益于电信行业IT支撑系统投资的增长,去年四季度公司已签订合同14.42亿元,2010年业绩成长的确定性非常强。公司表示,将调整优化业务结构,克服外部环境带来的困难,使公司业绩在2010年再上一个新台阶,经营目标是业务收入同比增长40%,净利润增长20%,归属于母公司所有者的净利润比上年增长14%。根据近期的利好因素,我们判断合并ASL报表后公司将能超额完成经营目标。

我国软件行业回暖明显。2009年,我国软件业完成业务收入9513亿元,同比增长25.6%。去年8月后行业增速开始稳步回升,12月当月完成软件业务收入812亿元,同比增长超过50%,比上年高30个百分点。从收入构成上来看,软件技术服务增势突出。2009年完成软件技术服务收入2126.3亿元,同比增长31.4%,高于全行业5.8个百分点,占全行业收入比重22.4%。软件行业整体景气的稳步回升为公司2010年的业绩增长提供了良好的外部环境,同时公司由系统集成商向IT综合服务商全面转型的战略也符合行业发展的趋势。

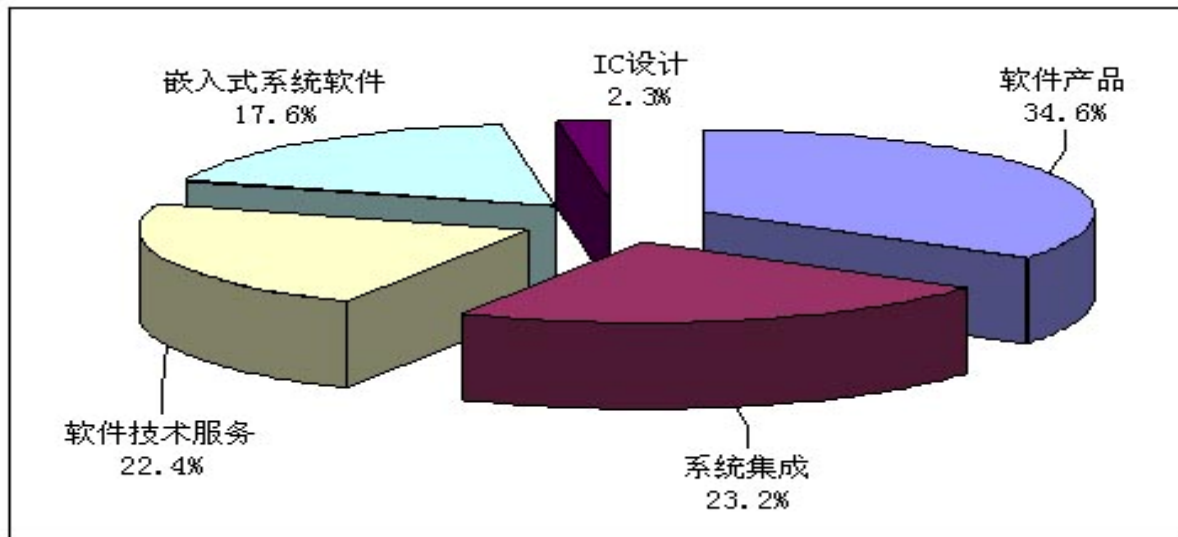
2010年IT支撑系统将成为运营商的投资重点之一。因为IT支撑系统主要与业务复杂程度和管理精细化程度有关,往往在网络建设基本完成后才能产生对IT设备的投资需求。根据三大运营商的年报,2009年运营商在IT支撑系统方面的投资约为200亿元,占固定资产投资的比例为7%左右;其中中国移动用于IT支撑系统的投资占资本开支的9%,中国电信和中国联通占比很低。随着2010年三大运营商全面开展3G业务,中国电信和中国联通有必要增加IT支撑系统投资比例至中国移动的水平。按照3300亿元的投资规模和IT支撑系统10%左右的占比,2010年IT支撑系统的市场需求可以达到330亿元左右。华胜天成作为SUN在国内最大的合作伙伴,专注于电信行业达10年之久,加上来自IBM等其他厂商产品的收入和来自电信行业以外的其他行业的收入,预计2010年系统集成业务增速可以达到20%左右。

图表 5 2008 年-2009 年我国软件行业月度增速



资料来源：工业和信息化部、江南金融研究所

图表 6 2009 年软件产业收入构成情况



资料来源：工业和信息化部、江南金融研究所

2010年1月27日，Oracle宣布已经完成对SUN的收购，困扰公司发展的SUN业务不确定的问题得以解决。随着Oracle对SUN公司的合并完成，华胜天成已成为Oracle在大中华地区最大的合作伙伴，双方将在软件、硬件、应用和服务等领域展开全业务合作。与此同时，公司积极推进与IBM、HP、EMC、Symantec等世界级IT厂商的合作，以逐步降低对SUN的依赖程度。

从公司自身来看，则有股权激励、订单创新高和收购整合三项利好。

公司2009年第十次董事会会议通过了首期股权激励计划（草案），激励对象为公司高级管理人员、公司及其控股子公司的核心技术（业务）人员共80人。首期股权激励股票来源为公司股权分置改革前原非流通股股东中的自然人股东提供23,050,800股，占公司已发行股本总额的5%。目前方案已报备中国证监会。股权激励对公司这样的人才密集

型企业的稳定与发展具有重要意义。

2009年，公司累计签订合同37.17亿元，其中四季度签订合同14.42亿元，创近年季度新高。由于订单实施有一定的周期，2009年四季度的订单一般会在2010年实施和确认收入。高额的在手订单为公司2010年业绩成长增加了确定性。

公司4月15日公告，以全资子公司华胜天成科技(香港)有限公司为主体，以自有资金收购现代前锋软件有限公司(含全资子公司摩卡软件)100%股权，收购价格约为989.15万美元。现代前锋2010年净利润预计在500万元以上，本次收购将增加公司在电信行业的产品线，增强公司的软件产品化能力。我们预计公司还将继续开展收购行动，积极参与行业整合，并购重组将成为公司发展的又一强大引擎。

图表 7 公司近三年各季度签单情况 (百万元)

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	合计
2009年	696	912	667	1442	3717
2008年	635	904	574	1243	3356
2007年	622	735	921	791	3069

资料来源：公司公告、江南金融研究所

三、盈利预测及投资建议

考虑到 ASL 合并报表，预计未来三年公司营业收入增长速度分别为 42.77%、38.92% 和 35.90%，每股收益分别为 0.56 元、0.83 元和 1.1 元。我们看好未来 2-3 年电信行业 IT 投资增长给华胜天成三大业务板块带来的总量成长机会；同时，公司的业务结构转型在未来 2-3 年也将显现成效，估值水平有进一步提升的空间。

目前，A 股市场与华胜天成可比的公司为东华软件、东软集团和中国软件，可比公司 2010 年的平均动态市盈率在 35-40 倍左右，据此我们给予公司 20-22 元的目标价，维持“买入”的投资评级。

图表 8 华胜天成财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2638	3158	4204	5530	营业收入	3354	4789	6653	9041
现金	771	509	500	500	营业成本	2707	3870	5369	7296
应收账款	640	623	913	1297	营业税金及附加	35	43	60	85
其他应收款	54	70	102	139	营业费用	280	407	565	769
预付账款	160	123	192	296	管理费用	102	145	202	274
存货	884	1456	2013	2724	财务费用	3	2	3	5
其他流动资产	129	377	484	574	资产减值损失	18	30	24	27
非流动资产	307	354	416	479	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	13	14	14	14	投资净收益	-5	3	20	24
固定资产	208	287	359	423	营业利润	209	302	452	602
无形资产	9	8	8	4	营业外收入	11	13	16	20
其他非流动资产	77	45	35	37	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2945	3512	4621	6009	利润总额	218	314	467	621
流动负债	1244	1608	2397	3373	所得税	24	47	70	93
短期借款	79	50	279	509	净利润	194	267	397	528
应付账款	503	687	952	1316	少数股东损益	5	9	14	19
其他流动负债	661	871	1166	1547	归属母公司净利润	189	258	383	509
非流动负债	40	40	40	40	EBITDA	227	320	484	654
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.56	0.83	1.10
其他非流动负债	40	40	40	40					
负债合计	1284	1647	2437	3412	主要财务比率				
少数股东权益	135	145	159	177	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	461	461	461	461	成长能力				
资本公积	397	397	397	397	营业收入	13.9%	42.8%	38.9%	35.9%
留存收益	673	861	1167	1561	营业利润	-7.3%	44.7%	49.5%	33.2%
归属母公司股东权益	1526	1720	2025	2419	归属于母公司净利润	-6.7%	36.6%	48.5%	33.0%
负债和股东权益	2945	3512	4621	6009	获利能力				
					毛利率(%)	19.3%	19.2%	19.3%	19.3%
					净利率(%)	5.6%	5.4%	5.8%	5.6%
					ROE(%)	12.4%	15.0%	18.9%	21.0%
					ROIC(%)	20.4%	18.1%	19.7%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.6%	46.9%	52.7%	56.8%
					净负债比率(%)	6.17%	3.04%	11.46%	14.93%
					流动比率	2.12	1.96	1.75	1.64
					速动比率	1.35	1.00	0.86	0.77
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	1.48	1.64	1.70
					应收账款周转率	6	7	8	8
					应付账款周转率	5.86	6.50	6.55	6.43
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.56	0.83	1.10
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-0.35	-0.17	-0.06
					每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.73	4.39	5.25
					估值比率				
					P/E	45.38	33.23	22.37	16.82
					P/B	5.61	4.98	4.23	3.54
					EV/EBITDA	35	25	16	12

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	218	-161	-77	-27
净利润	194	267	397	528
折旧摊销	16	23	31	39
财务费用	3	-6	1	12
投资损失	5	-3	-20	-24
营运资金变动	-3	-454	-559	-669
其他经营现金流	4	11	73	87
投资活动现金流	-251	-8	-83	-76
资本支出	99	100	100	100
长期投资	-41	0	0	0
其他投资现金流	-193	92	17	24
筹资活动现金流	-104	-94	151	103
短期借款	-14	-29	229	230
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	42	0	0	0
资本公积增加	-37	0	0	0
其他筹资现金流	-96	-64	-78	-127
现金净增加额	-138	-262	-9	0

分析师简介

薄小明, SAC 执业证书号: S0640208090088

工学硕士、经济学硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责条款:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。