



华胜天成（600410）调研报告

报告日期：2010年5月13日

——股价在下跌中逐步显现安全边际

基础数据

总股本（百万股）	461.02
流通A股（百万股）	415.33
流通B股（百万股）	0

公司评级

所属行业	软件信息
公司股价	13.50元
投资评级	增持

公司市场表现



报告概要：

近日，我们调研了华胜天成，与公司董秘对公司主营业务现状、外延收购整合以及行业发展进行了沟通和交流。

- ◇ 华胜天成是一家IT服务器系统集成商，是SUN在国内的主要合作伙伴之一，其主要从事电信、金融、邮政等行业的系统集成、软件开发和专业服务业务。
- ◇ SUN被收购影响导致公司业绩低谷已过。从公司最近披露的业绩来看，母公司订单下滑，但随着Oracle的正式收购，并表示不会削弱对于硬件的支持，有利于恢复下游厂商的信心，有助于恢复母公司服务器集成业务营收。
- ◇ 收购ASL公司，营收大幅提升，但盈利能力难以同步提升。ASL公司处于香港地区，较高的人力资源成本将拉低公司的净利率，重点关注ASL公司在金融行业的业务增量。
- ◇ 运营商消减2010年投资支出，公司2009年来自通信行业的收入占比高达50%左右，在运营商削减支出背景下对公司的业绩影响不可避免。但是，随着运营商大力推广3G业务，普及率和认知度提高，较之2G有更加丰富的数据业务，对IT支撑系统有了更高的要求，可长期关注。
- ◇ 股价在下跌中逐步显现安全边际，长期给予积极关注。公司股价在最近的调整中大幅回调，估值水平安全边际逐步显现；虽然母公司业绩订单有所下滑，但是公司通过外延整合提升盈利能力，与此同时公司规模急速扩张，短期关注股权激励对于管理层的约束激励效应，长期关注公司对于外延整合效应。预计2010-2010年净利润分别同比增长10.53%、18.42%、18.37%，每股收益0.46、0.54、0.63元，对应29、25、21倍的PE，长期投资机会显现，给予“增持”评级。
- ◇ 风险揭示：二级市场下跌的系统性风险以及对于子公司整合不及预期。

相关报告

IT 通信行业研究员

姓名：费瑶瑶

执业证书编号：S0990209080062

Email: feiyy@vsun.com

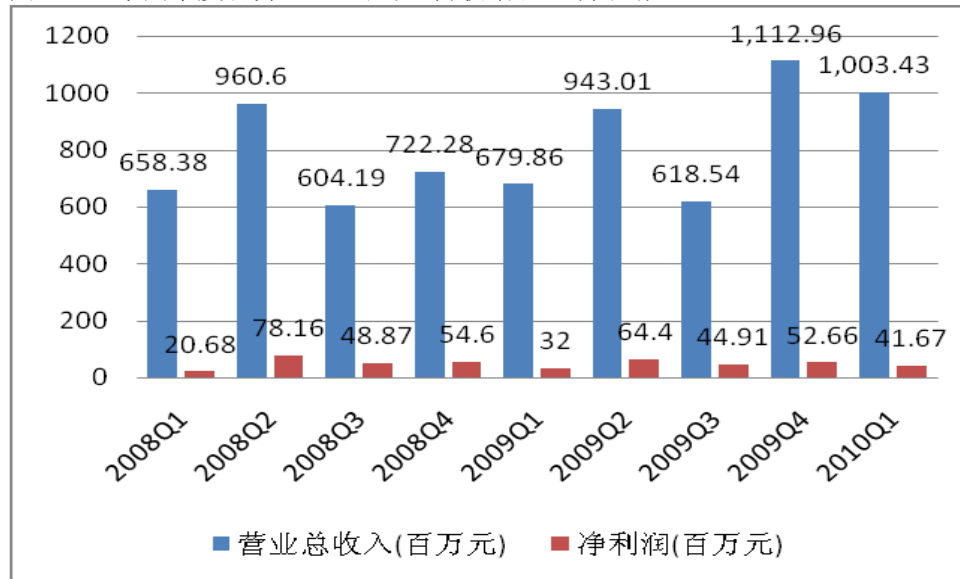
	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (百万元)	3,354.37	4,343.91	5,038.93	5,845.16
同比 (%)	13.88%	29.50%	18.00%	18.00%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	188.64	208.51	246.91	292.26
同比 (%)	-6.68%	10.53%	18.42%	18.37%
毛利率 (%)	19.30%	18.00%	18.15%	18.15%
ROE (%)	12.36%	13.18%	15.41%	17.96%
每股收益 (元)	0.41	0.45	0.54	0.63
P/E	33	29	25	21
P/B	4.08	3.86	3.55	3.38

1 公司主营简介

华胜天成于2004年登陆上海主板，是一家IT服务器系统集成商，其主要从事电信、金融、邮政等行业的系统集成、软件开发和专业服务业务，其中电信服务器应用占比约半成左右，也是SUN在国内的主要合作伙伴之一。

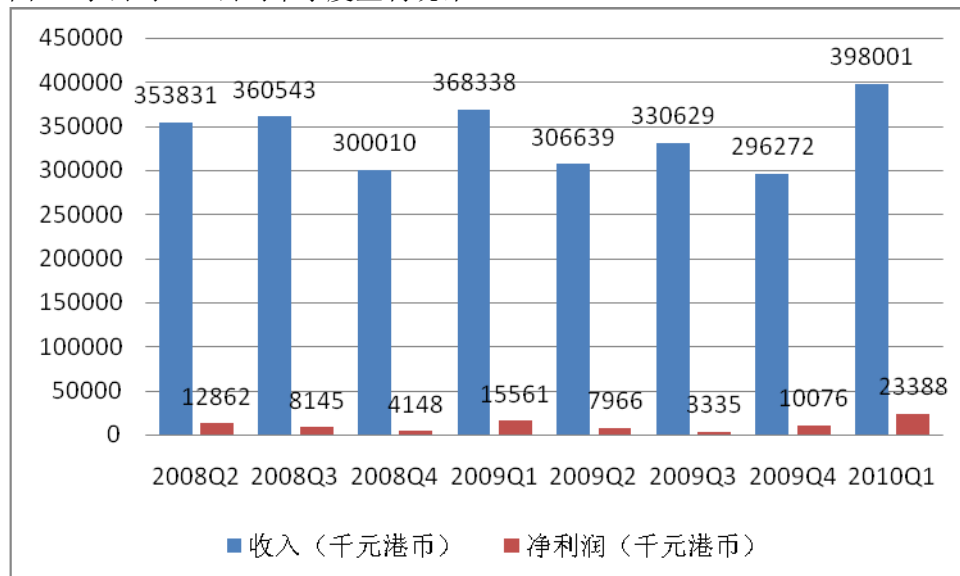
公司于2009年在香港收购ASL公司，2009年年报纳入合并会计报表，主营出现了大幅提升。2009年合并会计报表实现主营收入335,437.17万元，同比增长13.88%；实现净利润18,864.22万元，同比下降6.68%。分季度看，合并报表影响明显。分季度看，受益于合并ASL，09年四季度以及10年一季度营收均出现了大幅增长，其中子公司ASL09年四季度、2010年一季度主营分别为26,071.94万元和35,024.09万元，扣除合并报表影响母公司一季度营收同比下滑。

图1:2009年四季度合并ASL公司，营收增长盈利下滑



数据来源：Wind，英大证券研究所

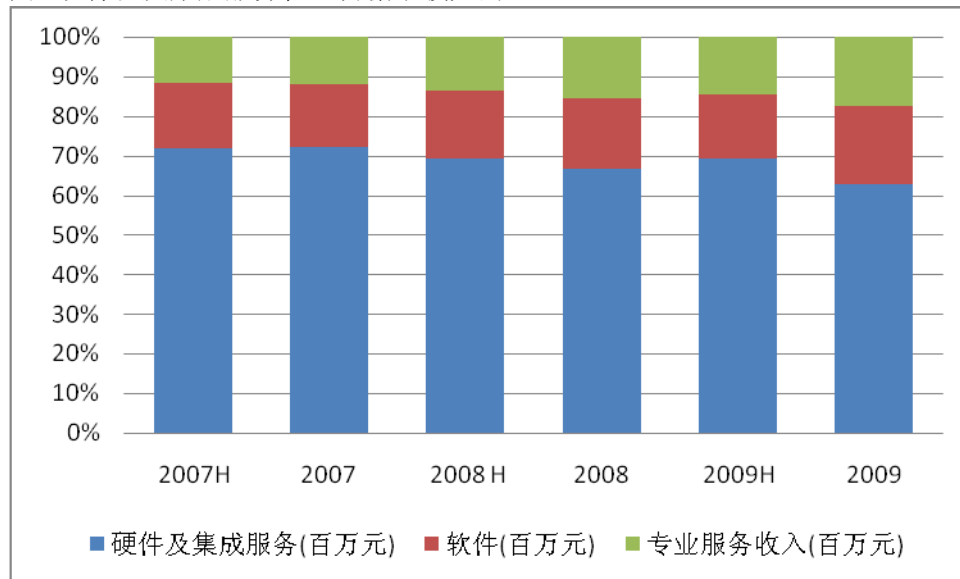
图2：子公司ASL公司单季度盈利统计



数据来源：公司公告，英大证券研究所（备注:ASL公司一个会计年度为4月1日至次年3月31日，该图统计数据为报表数据调整所得）

从公司的收入结构来看，硬件及集成服务依旧占据了较大的营收份额，2009年实现收入209,913万元（其中包含了合并ASL报表），占比62.59%，较去年同期占比大幅下滑；同比增长6.95%，其中母公司主要合作伙伴SUN被收购业绩出现显著下滑。软件及软件开发收入为66,305万元，专业服务收入为58,961万元，软件开发和专业服务收入占公司主营业务收入的比重由去年同期的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，较高毛利的软件开发和专业服务收入持续稳步增长，对公司的盈利贡献进一步提高。

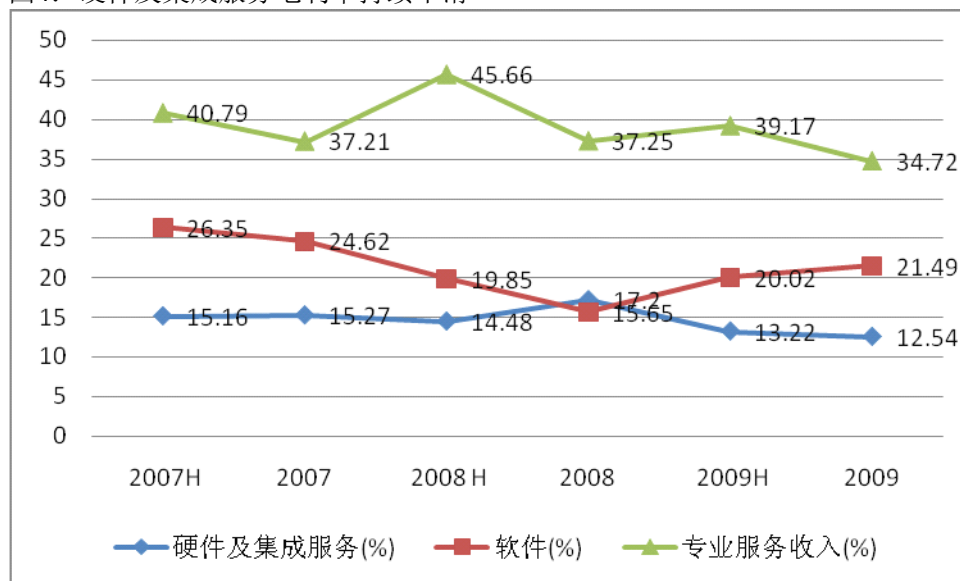
图3:硬件以及集成服务依旧占据了较大的比重



数据来源: Wind, 英大证券研究所,

公司毛利率随着硬件及集成服务业务毛利率的下滑逐步下滑,一方面是由国际IT厂商SUN被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,硬件集成业务的毛利率受到挤压;软件以及专业服务则维持了较高的毛利率,综合毛利率则继续下滑的态势。

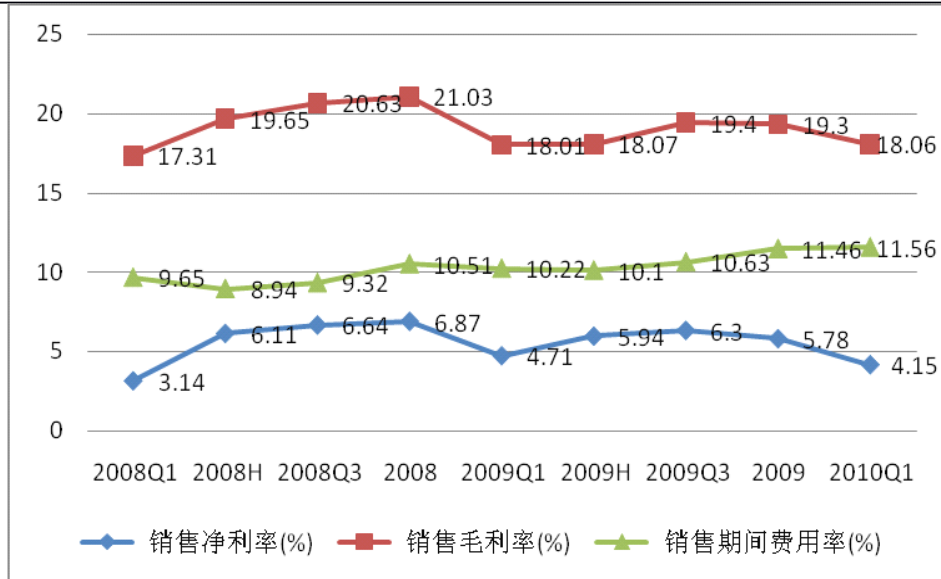
图4: 硬件及集成服务毛利率持续下滑



数据来源: Wind, 英大证券研究所

期间费用显著提升,净利率显著下滑。公司2009年四季度公司将ASL公司纳入合并会计报表,在母公司销售费用快速增长的同时,ASL公司高启的管理费用也拉低公司的净利率,2009Q4、2010Q1ASL公司净利率分别为3.4%和5.8%,但全年净利率仅为2.8%。

图5: 期间费用率显著提升,净利率显著显著



数据来源： Wind，英大证券研究所

2 SUN被收购，系统集成业务影响或有所消除

SUN服务器及其相关产品占公司营业收入约40%， SUN被收购，导致其收入、市场份额下滑，给公司业绩的影响最坏时机或已过去。市场分析Oracle收购SUN主要基于其旗下的MySQL，Oracle作为一家软件服务商对SUN硬件的支持态度也引起了市场的担忧，SUN业务受到了很大的冲击，二季度服务器收入下滑37%，三季度下滑也超过30%，而整个服务器厂商中只有SUN没有实现环比增长，因此公司对SUN业务也出现了大幅下滑。

年初，欧盟批准Oracle收购SUN，为打消欧盟以及消费者的顾虑，Oracle在其收购声明中表示将在硬件领域和IBM竞争，不但要维持SUN硬件产品线，并且在资金投入上还要超过SUN，提供更多的服务支持和销售支持，从而有利于打消客户对于SUN硬件产品发展前景的顾虑，同时也有利于消除华胜天成公司系统集成业务的不确定性。

3 外延收购协同效应短期或难以乐观

继去年收购ASL公司之后，公司4月份出资989.15万美元收购现代前锋（含全资子公司摩卡软件）100%股权，公司继续加大外延收购力度。华胜天成公司主要基于逐步向高端信息服务商转变，提升综合信息技术服务提供能力以及软件产品提供能力。

摩卡软件成立于1998年，是亚太最大的IT 产品和解决方案提供商之一。摩卡的OA、BPM等软件产品及解决方案，主要客户为中国移动、中国联通及中国电信，且占有较高的市场份额； BSM软件产品，已经具有较高的产品化程度及广泛的市场知名度，广泛应用于上海世博会、广州电视台、深圳机场、三一重工等不同行业。

外延收购协同效应短期难以实现。收购完成后，公司将成为中国移动相关领域最大的合作伙伴，并有希望进一步提升在整个运营商行业的市场占有率；摩卡的BSM及ECM等软件产品，行业复制能力强，实施成本低，通过本次收购，华胜天成将拥有更多的软件产品线，为进一步拓展政府、金融、制造、能源等行业市场、服务更多的客户提供了有利的条件。在这次交流中，董秘对于外延收购协同效应并不乐观，ASL公司生产效率偏低，管理费用偏高以及整合力度难以落实；摩卡软件近两年盈利能力堪忧；但是我们认为对于企业外延扩展必定有其融合期，更应关注长期的融合、在收购系列子公司中可能存在的业务增量增长以及对于不同行业的拓展能力。

表1：公司不断寻求外延拓展机会

时间	投资项目
2007.4	出资1350万收购动景公司的手机浏览器软件
2007.4	70万美元与Billionways合资成立ITMS公司
2007.10	收购北京瑞澜天成科技有限公司50%股权
2008.1	收购广州衡维科技有限公司60%股权
2009.5	宣布2.6亿港币收购ASL公司68.4%股份
2010.4	出资989.15万美元收购现代前锋

数据来源：公司公告，英大证券

4 股权激励提升凝聚力，有助于长远的发展

上市以来公司规模大幅扩张。2004年华胜天成公司登陆资本市场，经历了2-3年快速发展，2009年公司在职工三千多人（其中也包括公司外延收购的子公司人数），企业规模不断扩张。

表2：上市以来公司规模大幅扩张

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
在职员工	414	586	779	1405	1525	3385
技术人员	199	281	395	813	907	2352

数据来源：公司公告，英大证券

股权激励有助于企业长远发展。在公司规模不断扩张的同时也考验着公司领导人的管理智慧，股权激励应运而生。华胜天成采用“先回购，再授予”方式授予限制性股票，拟对公司高管、公司及其控股子公司的核心技术（业务）人员共80人实施股权激励，拟授给激励对象限制性股票的数量累计不超过23,050,800股，占华胜天成已发行股本总额的5%，会计总成本估算为人民币136,460,736元。授予激励对象标的股票的授予价格为每股10元，为公司草案公布前20个交易日公司股票均价的64%。

授予激励对象的股票来源为华胜天成股改前原非流通股股东中由自然人股东提供的23,050,800股。这些自然人股东已承诺将上述股份以每股10元的价格转让给上市公司，并视为上市公司以每股10元的价格向这部分股东定向回购股份，然后由上市公司在回购股票一年之内将股份转让给激励对象。

此次激励计划规定，要达到解锁，除了个人工作表现较好之外，同时还要满足公司业绩增长条件，即解锁日上一年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；而且解锁日上一年度扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于10%。

从公司的股权激励解锁条件来看，对净利润要求不高，但是其中必须考虑到1.36亿元的股权激励成本，大约每年的4000万期权费用影响。公司目前的盈利水平1.89亿，仍然有较大空间盈利提升空间，激励效应明显。2009年公司规模大幅度扩张，公司推出股权激励方案，有助于提升管理效应，也有助于公司长期的发展。虽然在与公司董秘交流中，其表达了较中性的态度，但是我们依旧对股权激励对于公司的长期发展抱有较乐观的态度，尤其是面对公司目前规模的急剧扩张的背景下。

5 投资价值分析

5.1 2010年业绩受益于合并ASL订单增长

2009年，全年累计签订合同37.17亿元人民币，同比增长10.76%，其中四季度将ASL纳入合并会计报表，促使全年的订单增长。2010年业绩贡献主要来自于2009年订单，从2009年订单看，母公司订单预计和去年持平，增量来自于四季度合并ASL订单。

表3：2007-2009年各季度订单

单位：百万元人民币

年度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	小计
2009年	696	912	667	1442	3,717
2008年	635	904	574	1243	3,356
2007年	622	735	921	791	3,069

数据来源：公司公告，英大证券

5.2 运营商消减2010年投资支出，业绩影响不可避免

2009年运营商3G的投资支出创历史新高，但在2010年披露的年报中三家运营商将逐步削减3G投资支出，其中中国详细披露了其2010年资本支出计划，总体下滑34.65%，其中IT系统削减了36.20%了。公司2009年来自通信行业的收入占比高达50%左右，在运营商削减支出背景下对公司的业绩影响不可避免。但是，随着运营商大力推广3G业务，3G业务普及率和认知度的提高，同时较之2G有更加丰富的数据业务，对IT支撑系统有了更高的要求，故长期应给予积极的关注。

表4：中国联通2010年资本支出分解

	2009		2010		同比
	累计支出	占比	累计支出	占比	
资本支出总额	1124.7	100.00%	735	100.00%	-34.65%
其中：3G	364	32.36%	230	31.29%	-36.81%
GSM	205.8	18.30%	80	10.88%	-61.13%

固定电话	6	0.53%	6	0.82%	0.00%
宽带及数据	188	16.72%	153	20.82%	-18.62%
创新及增值平台	20.8	1.85%	27	3.67%	29.81%
IT 系统	67.4	5.99%	43	5.85%	-36.20%
基础设施及传送网	250.1	22.24%	174	23.67%	-30.43%
其他	22.6	2.01%	22	2.99%	-2.65%

数据来源：公司公告，英大证券研究所

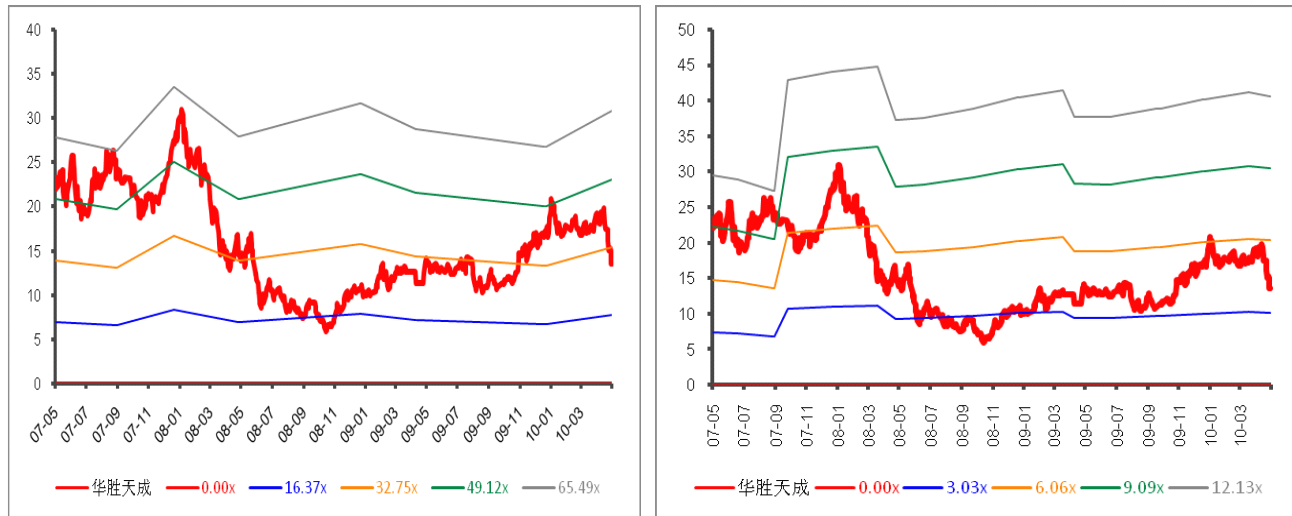
5.3 股价在下跌中逐步显现安全边际，长期给予积极关注

SUN被收购影响导致公司业绩低谷已过。从公司最近披露的业绩来看，母公司订单下滑，但随着Oracle的正式收购，并不会消弱对于硬件的支持，有利于恢复下游厂商的信心，有助于提升母公司服务器集成业务收入。

收购ASL公司，营收大幅提升，但盈利能力难以同步提升。ASL公司处于香港地区，较高的人力资源成本将拉低公司的净利率，重点关注ASL公司在金融行业的业务增量。

股价在下跌中逐步显现安全边际，长期给予积极关注。公司股价在最近的调整中大幅回调，估值水平安全边际逐步显现；虽然母公司业绩订单有所下滑，但是公司通过外延整合提升盈利能力，与此同时公司规模急速扩张，短期关注股权激励对于管理层的约束激励效应，长期关注公司对于外延整合效应。预计2010-2010年净利润分别同比增长10.53%、18.42%、18.37%，每股收益0.46、0.54、0.63元，对应29、25、21倍的PE，长期投资机会显现，给予“增持”评级。

图5：华胜天成公司历史PE/PB



数据来源：公司公告，英大证券研究所

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准