

华胜天成 (600410)

增持/ 维持评级

股价：RMB14.95

分析师

卢山
SAC 执业证书编号:S1000208030121
+755-82492953 lushan@lhzq.com

联系人

张熙
021-50106026 zhangxi@lhzq.com

收购摩卡软件，为转型添加筹码

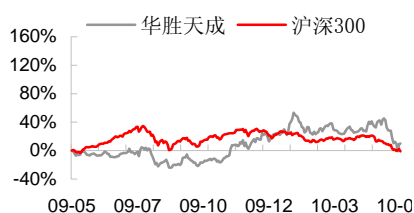
- 华胜天成业务模式的演进分为三个时期：代理销售硬件产品时期（98—04年）；丰富产品线，高速增长时期（04—09年）；向高端 IT 服务市场转型期（自 09 年开始）。自 04 年上市以来，公司收入保持着年均 30% 的收入增长和近 20% 的净利润增长。
- 近年公司发展遇到瓶颈，向高端 IT 服务转型成为公司新的战略。转型就意味着公司从观念、架构、组织、人员等多方面进行整改，我们认为公司亟待解决的问题有两个：即建立**标准化的服务等级协议（Service-Level Agreement）**和**后台支持系统**。
- 摩卡软件的收购对公司有两层意义：首先，通过本次收购，华胜天成掌握了 IT 服务管理的基层体系，利用摩卡在 BSM 领域丰富的研发、应用经验，华胜天成有望在较短时间内构建起自身的**服务后台支持系统**，与竞争对手拉开距离；其次，摩卡的 BPM 进一步强化了公司与下游客户，特别是移动运营商的合作关系。BPM 软件将使公司真正深入到客户日常业务流程的管理和执行环节，将使公司进一步理解客户需求，并争取进一步重复服务的机会。
- 2010 年公司的业绩增长主要来自两方面：硬件业务的恢复（内生）和 ASL 并表效应（外延）。2010 年来自 Sun 的服务器代理业务不会出现 09 年大幅下跌的状况，目前的规模有望维持。同时来自其他各条产品线将保持稳定增长。同时由于并表效应，我们预计 2010 年 ASL 为华胜天成贡献的业绩在 5000 万元以上。
- 2010 年公司硬件业务将呈现恢复性增长；软件业务将继续保持 30% 以上的增长；服务业务是公司发展的重中之重，我们预计今年或将呈现 50% 的增长。受上游厂商及下游集采的影响，公司硬件业务毛利率小幅下降，软件、服务业务毛利率保持稳定。
- 预计 2010—2012 年公司收入分别为 45.1 亿、54.1 亿和 63.9 亿元，净利润分别为 2.52 亿、3.25 亿和 4.16 亿元，每股收益为 0.55 元、0.71 元和 0.9 元。目前估值为 25 倍，已达合理估值区间下限，维持“增持”评级。

相关研究

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）	6209

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

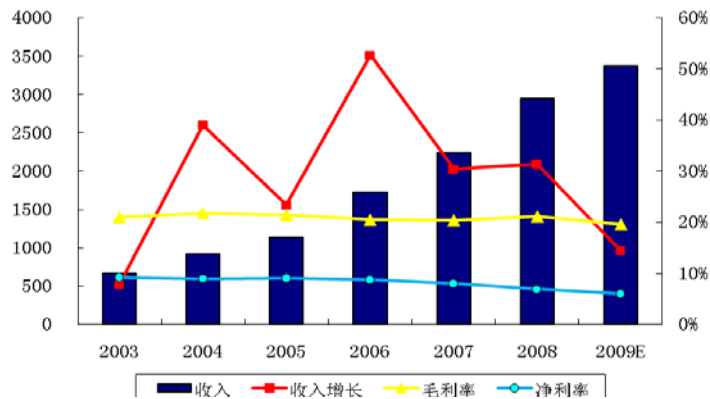
经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3354.4	1003.4	4511	5410	6392
(+/-%)	13.9	47.6	34.5	19.9	18.2
归属母公司净利润(百万元)	188.6	36.6	252	325	416
(+/-%)	-6.7	12.0	33.9	28.7	27.8
EPS(元)	0.41	0.08	0.55	0.71	0.90
P/E(倍)	36.5	188.5	25.5	19.8	15.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

转型之路，道阻且长

我们曾将华胜天成业务模式的演进过程分为三个时期¹：代理销售硬件产品时期（98—04年）；丰富产品线，高速增长时期（04—09年）；向高端IT服务市场转型期（自09年开始）。自04年上市以来，公司收入保持着年均30%的收入增长和近20%的净利润增长（见图1）。

图1 华胜天成收入及利润情况（单位：百万元）



资料来源：华泰联合证券研究所

步入09年，诸多不利因素同时袭来：上游服务器厂商 Sun 被 Oracle 收购，其中过程一波三折，这种不确定性极大影响了公司订单；下游电信厂商开始对硬件设备进行集中采购，公司毛利率收到挤压。受此影响，公司09年实现营业收入33.54亿元，同比仅增长13.88%，净利润为1.89亿元，同比下降6.68%。

收入、利润的大幅下降预示着公司发展遇到了瓶颈。华胜天成下游客户集中在电信、邮政、政府等部门，业务模式仍然是向特定行业提供基于硬件的系统集成服务，与用友软件、东软集团等公司相比，下游市场空间相对有限，并且基于硬件的业务模式盈利能力较差。因此，怎样打开成长空间，怎样提高盈利能力成为困扰公司的难题。

向高端IT服务转型，是公司管理层给出的答案。中国的IT服务市场正在逐步走向成熟，2010年市场规模将达1106亿元（CCID，2009）。国外典型IT服务提供商的毛利率通常在30%以上，远高于华胜目前20%的毛利率水平。如果能够顺利转型，则困扰公司的难题将迎刃而解。

转型就意味着公司从观念、架构、组织、人员等多方面进行整改，我们认为公司亟待解决的问题有两个：即建立**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。

¹ 见2010年1月6日报告《IT服务市场前景广阔》，龚浩、张熙。

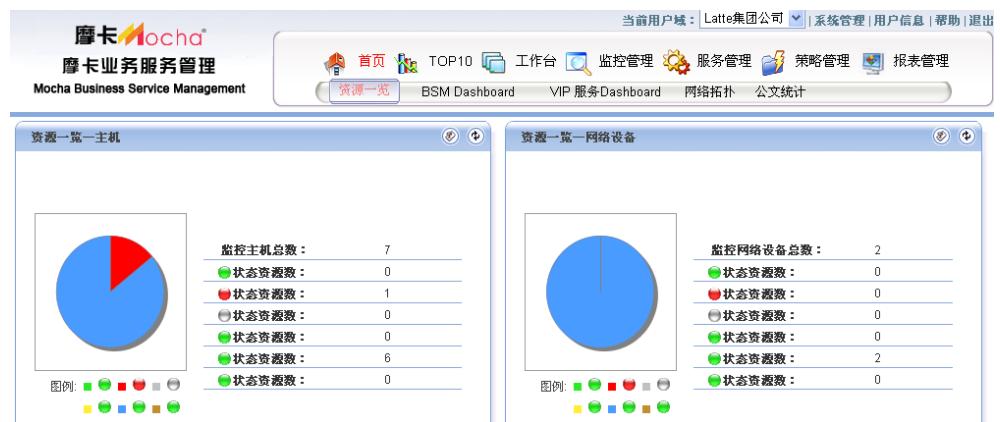
收购摩卡软件，迈出转型坚实一步

公司出资 989 万美元收购现代先锋，也因此将摩卡软件（Mocha）收入囊中。作为 IT 运维领域的领先者，我们认为摩卡软件对于华胜天成向 IT 服务提供商转型具有重要意义。

BSM 助华胜天成构建服务后台支持体系

BSM（Business Service Management），即业务服务管理，是 IT 与业务管理手段的一种整合。BSM 能够从不同监控系统（包括第三方）整合出需要的 IT 营运信息，给企业带来 IT 服务方面的优势（见图 2）。

图 2 摩卡 BSM 系统



资料来源：华泰联合证券研究所，摩卡软件网站 www.mochasoft.com.cn

摩卡软件的 BSM 系统在行业内处于领先地位，不但成功地应用于国内的电信、金融、政府、教育、企业等领域的各个行业，同时也成功的打进了国际市场。典型客户包括：中国移动、安徽移动、西藏 移动、香港空运货站、印尼 CSM 公司等。

通过收购摩卡软件，华胜天成掌握了 IT 服务管理的基层体系，利用摩卡在 BSM 领域丰富的研发、应用经验，华胜天成有望在较短时间内构建起自身的服务后台支持系统。与竞争对手拉开距离。

之前公司在对客户 提供运维服务时，为运营主体提供的评估、检修、能耗等一系列工作最初都是由人工完成，后随着经验的增多和开发能力的提高，公司开发了一些规模较小的软件产品来替代人工，收购摩卡之后，公司有了系统性的工具来完成之前靠人工和零碎小工具的工作，工作效率和盈利能力将得到提高。

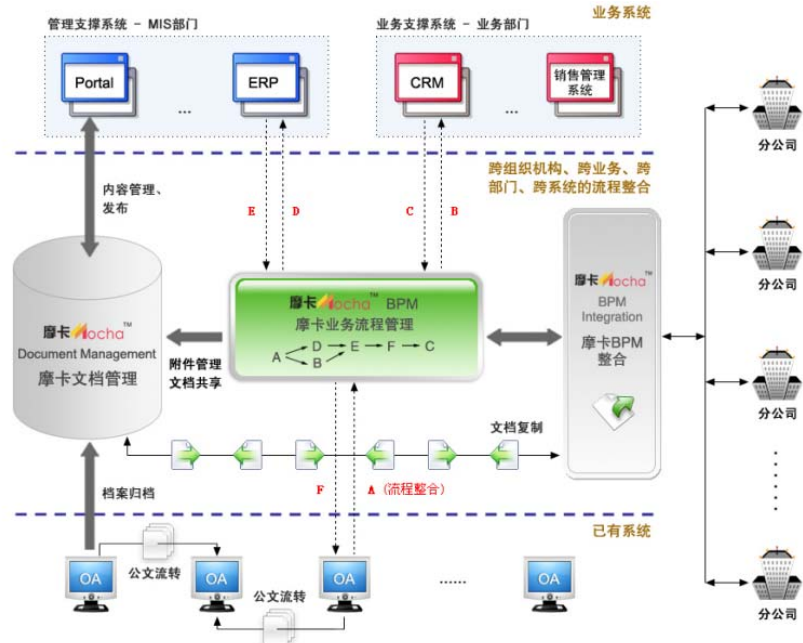
BSM 软件产品化程度高，其部署应用较一般的财务软件、ERP 软件更容易。较高的产品化程度和较短的实施、交付周期意味着该产品的毛利率将保持在较高水平。我们预计今年来自 BSM 软件的收入或达千万级水平。

BPM 进一步增强客户黏性

BPM（Business Process Management），是对公司业务流 程进行综合管理的方法和软件系统，以实现企业整体价值链的执行、管理、整合和优化。BPM 尤其擅长跨部门、应用和使用者之间的整合，执行公司内部、外部流程，将现有的 ERP、CRM、Lotus OA、移动办公等系统加以整合（见图 3），避免运行一个流程需要在多个系统

间进行复杂操作的问题。BPM 涵盖企业营运的各个层面，如研发、生产、销售、业务、人事、财务等企业营运活动，甚至可延伸到供应商与客户。

图 2 BSM 系统的作用



资料来源：华泰联合证券研究所，摩卡软件网站 www.mochasoft.com.cn

摩卡 BPM 软件的客户包括中国移动、中国联通和中国电信，市场份额排名第一。收购摩卡软件使得华胜天成在移动运营商 IT 管理领域占据领先地位。以中移动为例，华胜天成已成为中移动 MSS(管理支持系统)最大的合作伙伴。随着移动运营商 BSS、OSS、MSS 系统的进一步成熟和发展，未来整合、协调各系统的 BPM 模块的需求量将进一步提升，华胜天成有望进一步提升在该行业的整体市场占有率。

BPM 软件涉及客户日常工作，一旦上线使用便很难更换，换句话说，BPM 软件的客户黏性极大。之前华胜天成与移动运营商的合作是通过代理硬件产品和基于硬件的服务建立起来的，BPM 软件将使公司真正深入到客户日常业务流程的管理和执行环节，将使公司进一步理解客户需求，完善产品系列，并争取进一步重复服务的机会。

外延式增长助推公司发展

公司 09 年收购了 ASL 公司 68.4% 的股权，10 年又收购摩卡软件。前者在 2010 年将与公司并表，在转型期给华胜天成带来了宝贵的增长；摩卡的收购，既加强了与下游客户的粘性，又使公司在转型道路上迈出了实质性的一步。

我们注意到公司上述两起并购中，华胜天成并没有给标的公司设定业绩目标，我们推测之所以不设定业绩目标可能是因为公司担心过高的目标可能会给接下来的整合带来困难。在未来收购过程中，公司有可能尝试多种方式，包括设定业绩目标，以期达到公司和股东的利益最大化。

转型之年的业绩增长

2010 年公司的业绩增长主要来自两方面：硬件业务的恢复（内生）和 ASL 并表效应（外延）。Sun 的收购已经尘埃落定，去年困扰公司硬件业务的不确定性已经消除。2010 年来自 Sun 的服务器代理业务不会出现 09 年大幅下跌的状况，目前的规模有望维持。同时来自其他各条产品线将保持稳定增长，但毛利率将略低于去年水平。

2010 年报²显示，报告期内 ASL 实现收入 11.63 亿元，净利润为 6939 万元³，归属华胜天成的净利润约为 4700 万元。09、10 年公司业绩较为异常，主要是由于 08 年金融危机使得公司 09 财年业绩下滑，而 10 财年内，公司将全球客户外包服务出售给 CSC 公司，获得一次性收益 1.25 亿港元。我们预计 2010 年 ASL 经营性业绩大约为 7000 万元左右，为华胜天成贡献的业绩在 5000 万元左右。

2010 年公司硬件业务将呈现恢复性增长；软件业务将继续保持 30% 以上的增长；服务业务是公司发展的重中之重，我们预计今年或将呈现 50% 的增长。受上游厂商及下游集采的影响，公司硬件业务毛利率小幅下降，软件、服务业务毛利率保持稳定。

由于并表及公司整合缘故，公司费用率将出现明显上升，其中销售费用或将增长 35% 以上，费用率将升至 8.5%；同时管理费用或将增长 45% 以上，费用率或将升至 3.3%。

预计 2010—2012 年公司收入分别为 45.1 亿、54.1 亿和 63.9 亿元，净利润分别为 2.52 亿、3.25 亿和 4.16 亿元，每股收益为 0.55 元、0.71 元和 0.9 元。目前估值为 25 倍，已达合理估值区间下限，维持“增持”评级。

² ASL 在香港上市，股票代码 771，其 2010 年报的数据反映的是公司自 2009 年 4 月至 2010 年 3 月的经营情况。
³ 汇率按照 1 港元=0.875 人民币计算。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2638	4133	4604	5572	营业收入	3354	4511	5410	6392
现金	771	1541	1513	1910	营业成本	2707	3606	4302	5054
应收账款	640	743	936	1088	营业税金及附加	35	45	54	64
其它应收款	54	63	75	89	营业费用	280	383	457	537
预付账款	160	242	348	472	管理费用	102	149	176	205
存货	884	1222	1417	1680	财务费用	3	-1	-4	-4
其他	129	322	315	332	资产减值损失	18	23	27	32
非流动资产	307	114	296	129	公允价值变动收益	3	-7	-9	-6
长期投资	13	14	14	14	投资净收益	-5	5	3	2
固定资产	208	18	215	22	营业利润	209	305	391	501
无形资产	9	36	18	46	营业外收入	11	9	11	13
其他	77	46	50	48	营业外支出	2	2	1	1
资产总计	2945	4247	4900	5701	利润总额	218	312	401	513
流动负债	1244	2306	2699	3167	所得税	24	34	44	56
短期借款	79	99	108	115	净利润	194	277	357	457
应付账款	503	689	776	912	少数股东损益	5	25	32	41
其他	661	1518	1815	2140	归属于母公司净利润	189	252	325	416
非流动负债	40	14	12	10	EBITDA	227	315	404	511
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.55	0.71	0.90
其他	40	14	12	10					
负债合计	1284	2320	2711	3177	主要财务比率				
少数股东权益	135	160	192	233	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%	34.5%	19.9%	18.2%
留存收益	673	925	1162	1460	营业利润	-7.3%	45.9%	28.5%	28.0%
归属母公司股东权益	1526	1768	1996	2290	净利润	-6.7%	33.9%	28.7%	27.8%
负债和股东权益	2945	4247	4900	5701	获利能力				
					毛利率	19.3%	20.1%	20.5%	20.9%
现金流量表					净利率	5.6%	5.6%	6.0%	6.5%
					ROE	12.4%	14.3%	16.3%	18.1%
					ROIC	22.8%	74.0%	53.4%	72.2%
经营活动现金流	218	587	224	329	偿债能力				
净利润	194	277	357	457	资产负债率	43.6%	54.6%	55.3%	55.7%
折旧摊销	16	11	16	14	净负债比率				
财务费用	3	-1	-4	-4	流动比率	2.12	1.79	1.71	1.76
投资损失	5	-5	-3	-2	速动比率	1.41	1.23	1.15	1.20
营运资金变动	-3	267	-156	-154	营运能力				
其它	4	38	14	18	总资产周转率	1.19	1.25	1.18	1.21
投资活动现金流	218	162	-176	174	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	99	-181	207	-182	应付账款周转率	5.86	6.05	5.88	5.99
长期投资	-41	-14	-0	0	每股指标 (元)				
其他	276	-32	31	-8	每股收益	0.41	0.55	0.71	0.90
筹资活动现金流	-104	-79	-184	-221	每股经营现金流	0.47	1.27	0.49	0.71
短期借款	-14	20	9	7	每股净资产	3.31	3.83	4.33	4.97
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	42	0	0	0	P/E	26.59	19.86	15.43	12.07
资本公积增加	-37	0	0	0	P/B	3.29	2.84	2.51	2.19
其他	-96	-99	-193	-228	EV/EBITDA	19	14	11	9
现金净增加额	-138	671	-136	282					

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: 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

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com