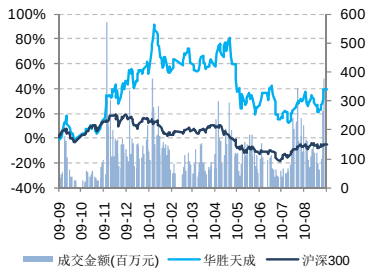
投资建议

谨慎推荐

公司基本情况

最新收盘价（元）	13.70
总股本（万股）	50,712
流通股本（万股）	50,712
总市值（亿元）	69.48
流通市值（亿元）	69.48
52 周高（元）	20.88
52 周低（元）	10.64
第一大股东	王维航
持股比例（%）	12.1%
每股净资产（元）	3.03
资产负债率（%）	44.9%

公司股价走势



邵明慧
SAC 执业证书编号：S0690200010032

联系人：TMT 研究小组
Tel：010-68858150
Email：heyangyang@cnpsec.com

非公开增发布局前沿技术，加速转型步伐

——华胜天成（600410）点评

事件：

公司董事会会议通过非公开发行股票预案。

摘要:

- **发行概况**：发行数量上限为 8,000 万股（含 8,000 万股），发行价格不低于不低于董事会决议公告前二十个交易日公司股票均价的 90%，经测算为 11.39 元/股，拟募资 8 亿元投资于 6 个项目：1、云计算环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目；2、物联网应用支撑平台的研发及行业应用推广项目；3、面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案；4、数据治理软件及行业解决方案；5、软硬一体化的 IT 资源和机房监控产品研发及推广项目；6、补充流动资金。
- 总体而言，此次公司拟投资的项目有助于公司加速推进向 IT 综合服务商全面转型的进度，提升业务结构，公司将进一步提高在软件和专业服务业务上的收入比例。除此之外，项目集中于信息行业技术应用前沿，预计项目将有较好的盈利结果。同时，这也是公司继 09 年收购 ASL 公司 68.94%的股权和 10 年收购现代前锋后，又一次外沿式扩张。
- 由于公司暂未公布募投项目建设完毕后可带来的增量收入和利润，谨慎起见，我们的盈利预测中暂不考虑本次募投项目对利润的影响，预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.41 元、0.53 元和 0.71 元，按上一交易日股价 13.70 元计算，PE 分别是 33 倍、26 倍和 19 倍，估值较合理。我们看好公司的募投项目前景，认为募投项目将加速公司的转型速度，提升业务结构，并使公司覆盖前沿技术，给予“谨慎推荐”的投资评级。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2945	3354	4345	5295	6473
(+/-)	31.3%	13.9%	29.5%	21.9%	22.2%
归属母公司股东净利润	202	189	210	267	362
(+/-)	13%	-4%	11%	29%	34%
每股收益(EPS)	0.48	0.41	0.41	0.53	0.71
ROE	14.4%	12.4%	12.6%	14.4%	17.1%
市盈率(P/E)	34	37	33	26	19

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

➢ 非公开增发简介

本次非公开发行新股数量上限为 8000 万股（含 8000 万股）,发行价格不低于董事会决议公告前二十个交易日公司股票均价的 90%，经测算为 11.39 元/股。拟募资 8 亿元投资于 6 个项目。

图表 1：募投项目情况介绍

序号	项目名称	资金需求（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期	内部收益率
1	云计算环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目	21,000	21,000	2 年	27.4%
2	物联网应用支撑平台的研发及行业应用推广项目	8,000	8,000	1 年	26.4%
3	面向"服务型城市"的新一代信息整合解决方案	18,000	18,000	2 年	19.6%
4	数据治理软件及行业解决方案	12,000	12,000	1 年	24.0%
5	软硬一体化的 IT 资源和机房监控产品研发及推广项目	7,800	7,800	1 年	29.8%
6	补充流动资金	13,200	13,200	-	-
	合计	80,000	80,000	-	-

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

云计算环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目拟投资 2.1 亿元，建设形成云计算环境下的信息融合服务体系；建设云计算环境下的信息融合服务中心，提供云计算环境下的信息融合平台服务，提供云服务平台的运营保障支撑服务，提供一个面向行业市场的公共综合服务平台，作为下一代信息服务创新应用的载体。应用领域主要为电信、政府、金融、邮政、电力等行业，与公司现有业务领域有较好的交叉。

物联网应用支撑平台的研发及行业应用推广项目拟投资 8,000 万元，研发"物联网应用支撑平台软件"系统，建立整体物联网应用解决方案，为物联网中各种传感器、RFID 和智能终端的集成应用、综合管理以及跨专业、跨应用、跨系统之间的信息协同、共享和互通提供集中、统一的平台支撑。

面向"服务型城市"的新一代信息整合解决方案拟投资 1.8 亿元，构建于 SOA 架构基础上，基于政府掌握的关键资源（包括税源、人口/人力、土地、水源、能源、环境、文化娱乐设施等）的信息化描述和综合指标分析，通过可视化的展示，为区域政府提供合理的结构布局以及资源调配，为政府提供经济发展规划、社区环境建设、应急事件处理、国土安全等方面的真实基础信息支持和决策辅助手段。

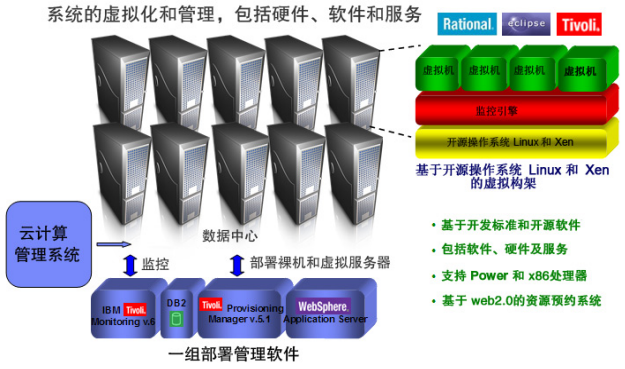
数据治理软件及行业解决方案总投资金额 1.2 亿元，主要用于数据治理领域元数据和数据质量两款产品的研发和推广。软硬一体化的 IT 资源和机房监控产品研发及推广项目总投资金额 7,800 万元，主要用于 KPA（一款即插即用的软硬一体设备）和 DCMA（软硬一体的开放式机房监控管理平台）两个产品的研发和推广。补充流动资金的目标是为了缓解公司财务压力，为公司业务高效开展提供资金支持。

➢ 评论：

总体而言,此次公司拟投资的项目有助于公司加速推进向 IT 综合服务商全面转型的进度，提升业务结构。目前，公司已是软件行业收入规模第四大的上市公司（按 09 年收入排序仅次于航天信息，浙大网新、东软集团），但因为硬件及集成业务占比高（10 年上半年占收入比重为 59%，这部分毛利率为 13.6%），盈利能力却并不出色，净利润规模排在 11 位。09 年综合毛利率为 19.3%，净利率为 5.8%。本次募投的项目集中于信息行业应用前沿，预计项目将有较好的盈利结果。

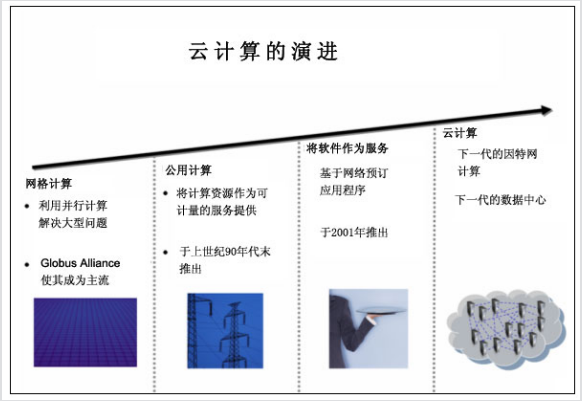
云计算广义上是指服务的交付和使用模式，指通过网络以按需、易扩展的方式获得所需的服务。这种服务可以是 IT 和软件、互联网相关的，也可以是任意其他的服务，它具有超大规模、虚拟化、可靠安全等独特功效。由此可见，云计算在未来信息产业发展中将担任越来越重要的角色，基于云计算技术的电子政务云能够实现资源共享，减少能源浪费，提高资源利用率，符合政府发展低碳、绿色经济的思路。来自交通、能源、制造、物流、政府、金融、电信、广电、医疗、社保等行业的移动信息化应用服务需求，是促进信息融合的基础，预计这些领域也将是“云计算”有望首先实现普及的领域。目前，公司硬件集成业务的客户主要来自于上述领域，因此，云计算环境下的信息融合服务平台产品的客户与公司现有客户有重叠，将有利于公司信息融合服务平台产品未来的市场推广。该项目建设期为 2 年，预计将从 2012 年起贡献营收和利润。

图表 2：云计算管理系统



资料来源：互联网，中邮证券研发部

图表 3：云计算的演进



资料来源：互联网，中邮证券研发部

物联网应用支撑平台的研发项目则是公司在前沿技术上的另一布局。目前，物联网仍处于发展的初级阶段，主要围绕 M2M 业务应用展开，尽管业界对于物联网行业的产业规模及推广进度仍有争议，但物联网庞大的发展空间及乐观的应用前景则是确定的。由于物联网的建设涉及各种传感器以及无线传感网、RFID 和智能终端等技术的集成应用，例如，如何实时地对多源、巨量的传感数据进行处理，如何充分挖掘传感数据所包含的有用信息，如何集中监控和统一配置管理分散部署的各种传感器等设备。因此物联网对于应用支撑平台系统提出了更高的要求。

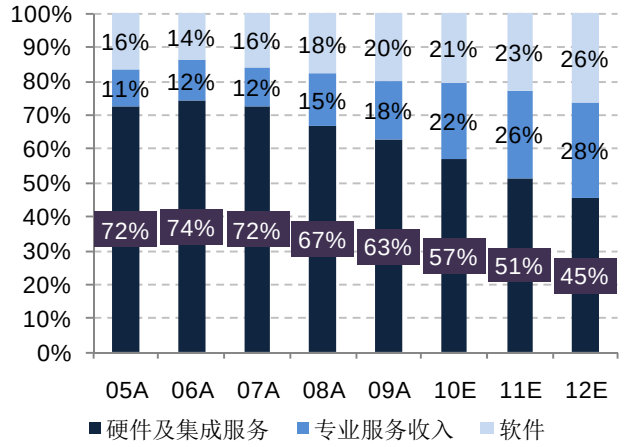
公司物联网应用支撑平台的研发项目主要用于建设传感事件处理系统研发、传感设备管理系统研发、智能传感器网关研发、业务集成平台技术整合、业务运营管理与电子商务系统研发，建设期为 1 年。我们认为该业务贡献的收入和利润将主要取决于下游各行业物联网体系的建设，其更大的意义在于体现了公司加快在新兴应用布局，谋求利润新增长点的决心。

面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案具体包括信息资源中心、政府服务中心、数据交换平台、数字城市系统、平安城市系统、宏观经济系统、基础设施服务系统、业务流程与信息集成平台、GIS 业务应用支撑平台等建设。目前我国正处于经济转型期，各地区也相继推出了区域经济规划以振兴地区经济，政府解决经济转型过程中出现的问题与设计区域经济规划必然需要科学的数据分析。面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案将为政府综合管理部门和政府领导提供一个协同决策平台，带来决策的可操作性，并将有效提高政府的反应能力和应急处理能力。

公司目前正处于由系统集成商向 IT 综合服务商全面转型的过程中，本次募投项目将加速公司的转型步伐，公司将进一步提高在软件和专业服务业务上的收入比例。同时，这也是公司继 09 年收购 ASL 公司 68.94%的股权和 10 年收购现代前锋后，又一次外沿式扩张。

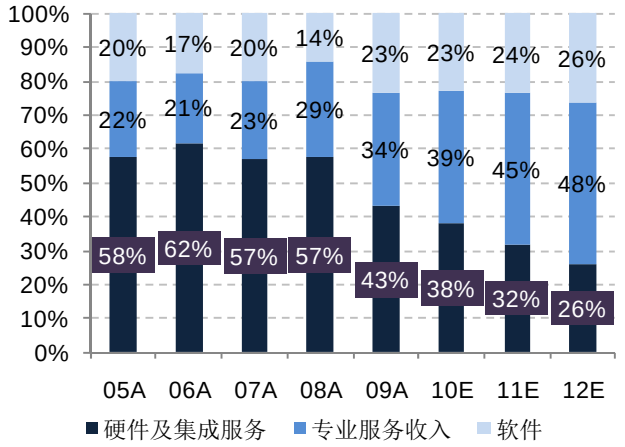
由于公司暂未公布募投项目建设完毕后可带来的增量收入和利润，谨慎起见，我们的盈利预测中暂不考虑本次募投项目对利润的影响，预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.41 元、0.53 元和 0.71 元，按上一交易日股价 13.70 元计算，PE 分别是 33 倍、26 倍和 19 倍，估值较合理。我们看好公司的募投项目前景，认为募投项目将加速公司的转型速度，提升业务结构，并使公司覆盖前沿技术，给予“谨慎推荐”的投资评级。

图表 4：公司专业服务收入和软件收入占收入比重逐渐提高



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：公司专业服务收入和软件收入占毛利比重逐渐提高



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 6：盈利预测表（单位：百万元）

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	**2500**	**2517**	**2829**	**3286**	**3805**
货币资金	864	704	869	1059	1295
应收账款	572	722	912	1079	1355
预付账款	83	160	110	120	114
存货	971	884	891	980	995
其他	10	48	48	48	48
非流动资产	**101**	**280**	**347**	**457**	**568**
长期股权投资	14	13	13	13	13
固定资产	65	208	248	313	380
无形资产	19	53	81	128	172
其他	3	6	4	3	3
资产总计	**2647**	**2865**	**3263**	**3836**	**4492**
流动负债	**1189**	**1171**	**1417**	**1792**	**2182**
短期借款	93	79	151	218	402
应付账款	510	639	723	926	1073
预收账款	548	415	505	610	669
其他	39	38	38	38	38
非流动负债	**37**	**32**	**32**	**32**	**32**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	37	32	32	32	32
负债合计	**1226**	**1203**	**1449**	**1824**	**2214**
股本	419	461	507	507	507
资本公积	434	397	351	351	351
留存收益	547	668	815	1002	1255
归属母公司股东权益	**1400**	**1526**	**1673**	**1861**	**2114**
少数股东权益	21	135	140	151	165
股东权益合计	**1421**	**1662**	**1814**	**2012**	**2278**
负债和股东权益	**2647**	**2865**	**3263**	**3836**	**4492**

现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	272	370	344
税后经营净利润	0	0	210	274	370
折旧摊销	0	0	33	40	49
资产减值损失	0	0	21	21	21
财务费用	0	0	0	3	8
存货的减少	0	0	-7	-90	-15
营运资金变动	0	0	14	122	-90
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	0	0	-115	-165	-175
资本支出	0	0	-120	-170	-180
其他	0	0	5	5	5
筹资活动现金流	0	0	8	-15	67
短期债务	0	0	72	68	183
长期债务	0	0	0	0	0
股权筹资	0	0	0	0	0
其他	0	0	-63	-83	-116
现金净增加额	0	0	165	190	236

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2945	3354	4345	5295	6473
减:营业成本	2326	2707	3490	4224	5121
营业税金及附加	27	35	42	51	62
营业费用	254	280	395	487	596
管理费用	64	102	146	180	220
财务费用	-9	3	3	10	18
资产减值损失	29	18	21	21	21
加:公允价值变动收益	-39	3	0	0	0
投资净收益	11	-5	0	0	0
营业利润	225	209	247	322	435
营业外收支	5	9	6	6	6
利润总额	231	218	253	328	441
所得税	28	24	38	49	66
净利润	202	194	215	279	375
少数股东损益	0	5	5	11	13
归属母公司净利润	202	189	210	267	362
每股收益（元）	0.48	0.41	0.41	0.53	0.71

主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入增长率	31.3%	13.9%	29.5%	21.9%	22.2%
EBITDA 增长率	12.1%	-1.7%	24.6%	29.5%	34.3%
净利润增长率	12.7%	-4.1%	10.9%	29.5%	34.5%
总资产增长率	7.8%	8.2%	13.9%	17.6%	17.1%
获利能力					
毛利率	21.0%	19.3%	19.7%	20.2%	20.9%
期间费用率	10.5%	11.5%	12.5%	12.8%	12.9%
净利率	6.9%	5.8%	5.0%	5.3%	5.8%
ROE	14.4%	12.4%	12.6%	14.4%	17.1%
ROIC	15.6%	16.4%	12.7%	14.4%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	42.0%	44.4%	47.5%	49.3%
净负债比率	7.6%	6.6%	10.4%	12.0%	18.1%
流动比率	2.14	2.20	2.05	1.88	1.79
速动比率	1.32	1.44	1.42	1.33	1.34
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.17	1.33	1.38	1.44
应收账款周转率	5.15	4.65	4.77	4.91	4.78
存货周转率	2.40	3.06	3.92	4.31	5.15
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.41	0.41	0.53	0.71
每股净资产	3.39	3.60	3.58	3.97	4.49
每股经营现金	0.49	0.49	0.59	0.80	0.75
估值指标					
P/E	34.37	36.83	33.05	25.98	19.21
P/B	4.96	4.55	4.15	3.73	3.29
EV/EBITDA	23.84	28.09	22.93	17.91	13.74

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

推荐：　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐：　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性：　预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避：　预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

看好：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介:

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介:

- **证券经纪业务**

  我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

  公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

  公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

- **证券自营业务**

  我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

- **证券投资咨询业务**

  我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

  2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。