

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 21.51元

业务转型求结构优化, 外延并购求业绩增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	481.76
总市值(百万元)	10,908.09
年内股价最高最低(元)	22.23/10.35
沪深300指数	3397.69
上证指数	2992.58



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.409	0.429	0.550	0.695
每股净资产(元)	3.341	3.311	3.653	4.063	4.572
每股经营性现金流(元)	0.485	0.472	0.494	0.566	0.827
市盈率(倍)	22.14	41.50	50.09	39.08	30.93
行业优化市盈率(倍)	15.85	39.90	39.90	39.90	39.90
净利润增长率(%)	13.30%	-6.68%	15.38%	28.17%	26.36%
净资产收益率(%)	14.44%	12.36%	12.92%	14.89%	16.72%
总股本(百万股)	419.11	461.02	507.12	507.12	507.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 华胜天成公告2010年三季报, 单季度收入8.18亿元, 同比增长32.38%, 实现净利润4459万, 同比下降4.22%。前三季度实现营业收入27.52亿, 同比增长22.80%, 实现净利润1.28亿, 同比下降11.4%。

经营分析

- 业绩驱动因素分析:** 公司前三季度收入增长22.80%, 产品综合毛利率比去年同期提升0.4个百分点至19.80%。但公司前三季度公司营业成本同比增长22.19%, 管理费用增长97.84%, 销售费用增长了42.38%, 是公司净利润的同比下降的主要原因, 主要是由于港澳台地区的员工薪资水平及管理费用占比相对国内显著偏高, 导致报表合并后的数字大幅增加。
- 业务结构得以优化, 软件和服务收入的贡献将大幅提升。** 从公司计划通过定向增发募集8个亿的资金, 投向云计算、物联网等领域共5个项目来看, 公司正大力提升公司IT服务行业地位, 增强公司在软件及服务方面的战略布局。我们认为公司的业务结构将进一步优化, 软件和服务收入的贡献将大幅提升, 成为公司新的利润增长点, 公司的可持续发展能力也将增强。
- 外延式扩张仍将成为公司未来扩张的主要方式。** 在依靠内部努力提升技术水平进展较慢的情况下, 公司明确将投资方向放在细分行业处于优势地位并具有自身核心技术实力和下游客户的企业上, 以达到迅速切入下游市场和提升自身水平的目的。公司通过募集的资金进行关键领域基础投资同时补充流动资金, 将为公司后续的兼并收购提供坚实的资金和基础实力基础, 因此我们认为外延式扩张仍将成为公司扩张的主要方式。
- 业绩未来将趋于改善:** 电信运营商2010年IT投资呈现明显的前低后高局面, 影响了公司前三季度的业绩增长, 预计四季度运营商IT投资增速将继续恢复。此外, 随着公司软件和服务并购项目进一步产生的聚合效应, 公司的业绩将趋于改善。

投资建议

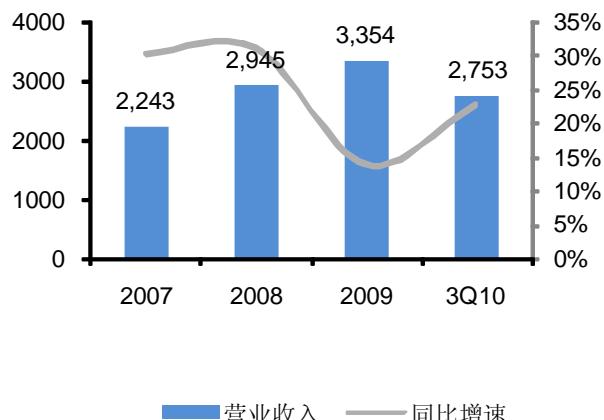
- 鉴于短期涨幅已大, 未来2年的估值水平已处于行业较高水平, 建议投资者等待回调机会买入。

陈运红 分析师SAC执业编号: S1130208030230
 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

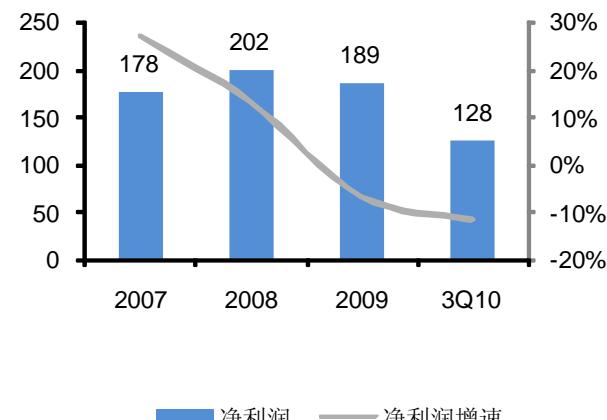
2010Q3 公司业绩概况

- 华胜天成公告 2010 年三季报，单季度收入 8.18 亿元，同比增长 32.38%，实现净利润 4459 万，同比下降 4.22%。前三季度实现营业收入 27.52 亿，同比增长 22.80%，实现净利润 1.28 亿，同比下降 11.4%。

图表1: 2010Q3 营业收入及增长 (百万元)

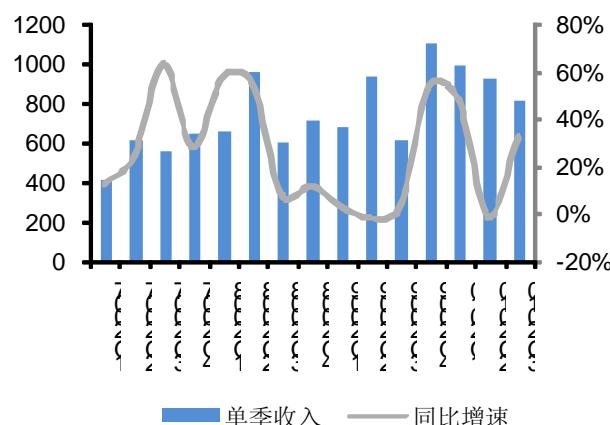


图表2: 2010Q3 净利润及增长 (百万元)

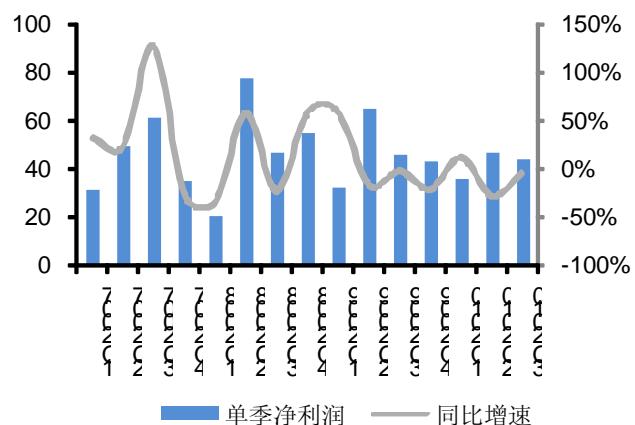


来源：国金证券研究所

图表3: 公司季节收入趋势 (百万元)



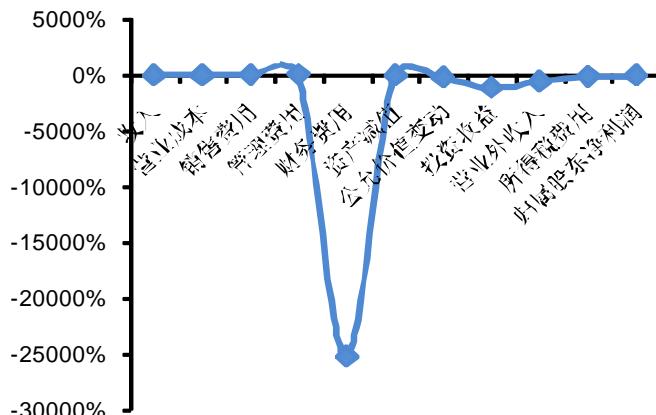
图表4: 公司季节收入趋势 (百万元)



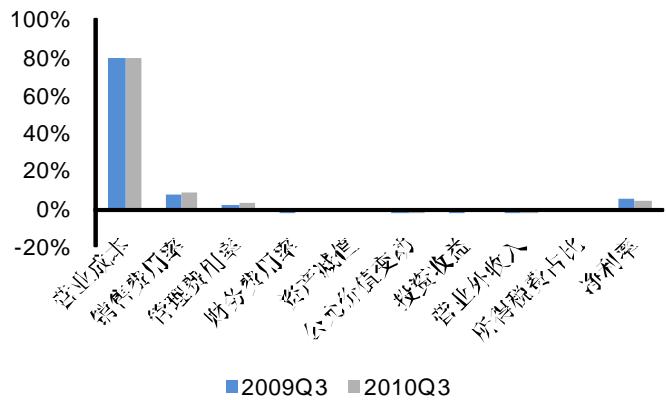
来源：国金证券研究所

- **业绩驱动因素分析：**公司前三季度收入增长 22.80%，产品综合毛利率比去年同期提升 0.4 个百分点至 19.80%。但公司前三季度公司营业成本同比增长 22.19%，管理费用增长 97.84%，销售费用增长了 42.38%，是公司净利润同比下降的主要原因，主要是由于港澳台地区的员工薪资水平及管理费用占比相对国内显著偏高，导致报表合并后的数字大幅增加。
- **业务结构得以优化，软件和服务收入的贡献将大幅提升。**从公司计划通过定向增发募集 8 个亿的资金，投向云计算、物联网等领域共 5 个项目来看，公司正大力提升公司 IT 服务行业地位，增强公司在软件及服务方面的战略布局。我们认为公司的业务结构将进一步优化，软件和服务收入的贡献将大幅提升，成为公司新的利润增长点，公司的可持续发展能力也将增强。

- 外延式扩张仍将成为公司未来扩张的主要方式。在依靠内部努力提升技术服务水平进展较慢的情况下，公司明确将投资方向放在细分行业处于优势地位并具有自身核心技术实力和下游客户的企业上，以达到迅速切入下游市场和提升自身水平的目的。公司通过募集的资金进行关键领域基础投资同时补充流动资金，将为公司后续的兼并收购提供坚实的资金和基础实力基础，因此我们认为外延式扩张仍将成为公司扩张的主要方式。

图表5：业绩驱动因素增速分析


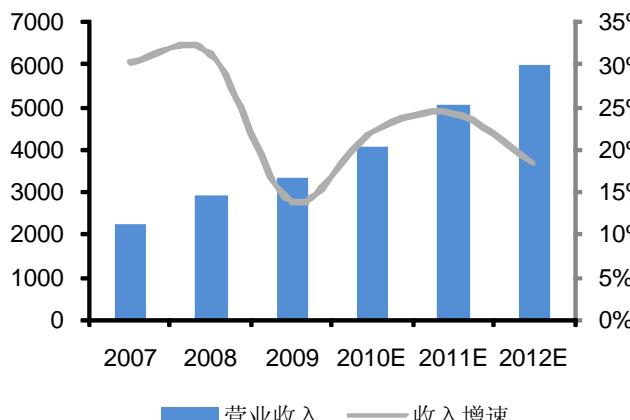
来源：国金证券研究所

图表6：业绩驱动因素对比分析


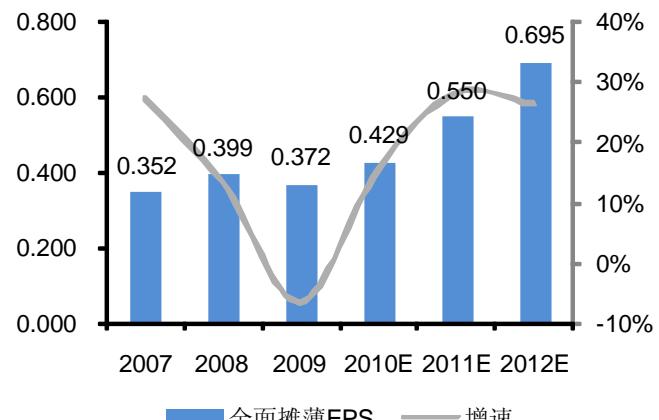
- 业绩未来将趋于改善：电信运营商 2010 年 IT 投资呈现明显的前低后高局面，影响了公司前三季度的业绩增长，预计四季度运营商 IT 投资增速将继续恢复。此外，随着公司软件和服务并购项目进一步产生的聚合效应，公司的业绩将趋于改善。

盈利调整及投资建议

- **维持原业绩预测：**基于运营商的投资恢复，公司业务结构得以优化，我们维持 2010-2012 年 EPS 分别为 0.429 元、0.550 元以及 0.695 元的业绩预测，增速分别为 15.38%、28.17% 和 26.36%。
- **维持买入评级：**鉴于短期涨幅已大，未来 2 年的估值水平已处于行业较高水平，建议投资者等待回调机会买入。

图表7：公司收入预测 (百万元)


来源：国金证券研究所

图表8：公司 EPS 预测 (元)


图表 9: 公司各项业务收入预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
硬件及系统集成						
销售收入 (百万元)	1,621.22	1,962.78	2,099.13	2,344.35	2,813.22	3,235.20
增长率 (YOY)	27.12%	21.07%	6.95%	11.68%	20.00%	15.00%
毛利率	15.56%	17.72%	13.20%	13.80%	13.30%	13.00%
销售成本 (百万元)	1,368.96	1,614.98	1,822.05	2,020.83	2,439.06	2,814.62
增长率 (YOY)	29.36%	17.97%	12.82%	10.91%	20.70%	15.40%
毛利 (百万元)	252.26	347.81	277.09	323.52	374.16	420.58
增长率 (YOY)	16.22%	37.87%	-20.33%	16.76%	15.65%	12.41%
占总销售额比重	72.32%	66.73%	62.63%	57.26%	55.29%	53.70%
占主营业务利润比重	55.48%	56.46%	42.92%	39.48%	36.61%	34.45%
软件						
销售收入 (百万元)	351.74	524.96	663.05	845.44	1,099.07	1,318.89
增长率 (YOY)	47.17%	49.25%	26.31%	27.51%	30.00%	20.00%
毛利率	24.91%	15.99%	21.56%	24.00%	24.50%	25.00%
销售成本 (百万元)	264.12	441.02	520.10	642.53	829.80	989.16
增长率 (YOY)	48.40%	66.98%	17.93%	23.54%	29.14%	19.21%
毛利 (百万元)	87.62	83.94	142.95	202.91	269.27	329.72
增长率 (YOY)	43.60%	-4.20%	70.30%	41.94%	32.71%	22.45%
占总销售额比重	15.69%	17.85%	19.78%	20.65%	21.60%	21.89%
占主营业务利润比重	19.27%	13.63%	22.14%	24.76%	26.35%	27.01%
专业服务						
销售收入 (百万元)	268.91	453.51	589.61	904.61	1,175.99	1,469.99
增长率 (YOY)	30.07%	68.65%	30.01%	53.43%	30.00%	25.00%
毛利率	42.71%	40.63%	38.25%	32.40%	32.20%	32.00%
销售成本 (百万元)	154.06	269.25	364.08	611.52	797.32	999.59
增长率 (YOY)	14.96%	74.77%	35.22%	67.96%	30.38%	25.37%
毛利 (百万元)	114.85	184.26	225.53	293.09	378.67	470.40
增长率 (YOY)	57.91%	60.44%	22.39%	29.96%	29.20%	24.22%
占总销售额比重	11.99%	15.42%	17.59%	22.09%	23.11%	24.40%
占主营业务利润比重	25.26%	29.91%	34.93%	35.76%	37.05%	38.54%
销售总收入 (百万元)	2241.87	2941.25	3351.79	4094.40	5088.28	6024.08
销售总成本 (百万元)	1787.14	2325.25	2706.22	3274.88	4066.18	4803.38
毛利 (百万元)	454.73	616.01	645.56	819.52	1022.10	1220.69
平均毛利率	20.28%	20.94%	19.26%	20.02%	20.09%	20.26%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	6	6	8
买入	0	0	6	6	10
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.56	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-11-11	买入	13.14	16.63 ~ 16.63
2 2010-04-15	买入	16.49	N/A
3 2010-06-21	买入	13.76	N/A
4 2010-07-29	买入	12.71	N/A
5 2010-08-31	买入	12.56	N/A
6 2010-09-06	买入	15.07	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 200011
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室