

TMT行业

**强烈推荐（维持）**

分析师：

李忠智

S1060209070151

0755-22627806

lizhongzhi@pasc.com.cn

华胜天成（600410）

**天成华胜！**

- **华胜天成是具有行业影响力的 IT 综合服务商。**公司由系统集成商起家，经过 14 年的发展，通过收购具有业务协同能力的公司，和不断加强软件、服务业务的内生培育，成长为系统集成、软件开发及专业服务三驾马车的 IT 综合服务商。软件开发及专业服务业务收入占比由 2007 年的 27.7%，增至 2009 年的 37.4%，是不容忽视的行业参与者。
- **立足 IT 支出最为强盛的三大行业，三大利好推动公司加速前行。**IT 支出最为强盛的行业是那些业务运作高度依赖 IT 基础设施的行业。其中，头三个最主要的行业是金融、电信和物流/交通。公司业务主要集中在该三个方向。**公司面临 IT 支出的提升、云计算发展和行业集中度上升三大利好。**
  - **产业升级推升 IT 支出逐年提升。**十二五期间，中国发展驱动力有所转变，从粗放式发展至集约型推进。信息化水平作为提升效率的有效方式，将被企业所接受。经济转型期间，企业对 IT 系统的依赖性将逐年提升，**IT 行业增速有望超出经济增速 5~6 个百分点。**
  - **云计算带来 IT 基础设施开支热潮，推动行业发展加速。**经过多年积累，云计算将进入 IT 基础设施的快速投入期，电信运营商作为云计算的首选执行者，2011 年将进入移动信息港等基础设施中心的投放期，**有望将带动华胜天成 10% 的收入增速。**
  - **系统集成行业集中度持续上升，多寡头垄断格局正在形成。**IT Value 数据显示，企业对 IT 服务逐渐偏好于质量和一致性，对参与者资质、规模、资金和品牌的要求提升，行业集中度上升趋势显著。如电信行业，由省公司采购模式转换为全国集采；金融行业对平台统一化需求提升，逐步采取多省统一平台建设；政府进行不同部门业务互联互通，要求一揽子解决方案。行业门槛的提升，带来竞争对手的快速消亡，催生行业多寡头垄断格局。
- **首次给予“推荐”评级：**公司将受益于扩大的 IT 基础设施支出，且业务结构转型为未来机会铺垫基础。系统集成是成熟业态，从分散配置的角度来说，该业态不容忽视。华胜天成是系统业态里有市场影响力的参与者，配置该业态无法避开华胜天成，至少应该保证标准配置，而且这类业态还可能带来超额收益的可能。预计 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.42、0.54 和 0.79 元，对应 2011 年 2 月 17 日收盘价 16.27 元 PE 分别为 39.2、30.2 和 20.6 倍。首次给予“推荐”评级。

图表 1 华胜天成主要财务数据预测 单位：百万元、%

单位 (百万元)		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	系统产品和系统集成收入	1621	1963	2099	2309	2886	3752
	软件及软件开发收入	352	525	663	862	1164	1629
	专业服务收入	269	454	590	737	958	1293
	合计	2242	2941	3352	3908	5008	6675
主营业务成本	系统产品和系统集成收入	1369	1615	1822	2004	2505	3257
	软件及软件开发收入	264	441	520	683	937	1293
	专业服务收入	154	269	364	455	584	795
	合计	1787	2325	2706	3142	4027	5346
毛利率	系统产品和系统集成收入	15.6%	17.7%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
	软件及软件开发收入	24.9%	16.0%	21.6%	20.8%	19.5%	20.6%
	专业服务收入	42.7%	40.6%	38.3%	38.3%	39.0%	38.5%
	合计	20.3%	20.9%	19.3%	19.6%	19.6%	19.9%
运营指标	三项费用	268	309	384	478	594	780
	占比 (%)	12.0%	10.5%	11.5%	12.2%	11.9%	11.7%
	销售费用	167	272	289	326	418	547
	占比 (%)	7.5%	9.2%	8.6%	8.4%	8.4%	8.2%
	管理费用	61	64	102	118	152	202
	占比 (%)	2.7%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	财务费用	1	-9	3	33	31	30
	占比 (%)	0.0%	-0.3%	0.1%	0.9%	0.6%	0.5%
营业利润	197	225	209	248	328	481	
营业利润率 (%)	8.8%	7.7%	6.2%	6.4%	6.5%	7.2%	
其他指标	所得税	20	28	23	28	38	54
	有效税率 (%)	10.1%	12.3%	10.9%	11.1%	11.5%	11.2%
	少数股东权益	0	0	0	0	0	1
净利指标	净利润	180	202	194	229	297	435
	净利润率 (%)	8.0%	6.9%	5.8%	5.9%	5.9%	6.5%
	每股盈利	0.35	0.40	0.37	0.42	0.54	0.79
	净利润年同比增长 (%)	19.5%	12.7%	-4.1%	18.1%	29.8%	46.3%
资产负债表指标	现金	661	881	771	485	280	61
	预付账款	30	83	160	117	177	250
	固定资产净值	67	65	208	194	182	171
	无形资产	13	11	9	25	38	45
	预收帐款	681	548	415	799	858	1111
	递延收益	0	0	0	0	0	0
现金流指标	经营现金流	-51	203	218	178	254	299

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
<b>流动资产</b>	<b>2,638</b>	<b>2,881</b>	<b>3,165</b>	<b>3,902</b>	
现金	771	485	280	61	
应收账款	640	546	746	1,067	
其他应收款	54	61	78	105	
预付账款	160	117	177	250	
存货	884	1,396	1,595	2,079	
其他流动资产	129	276	289	340	
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>248</b>	<b>255</b>	<b>259</b>	
长期投资	13	13	13	13	
固定资产	208	194	182	171	
无形资产	9	25	38	45	
其他非流动资产	77	16	21	30	
<b>资产总计</b>	<b>2,945</b>	<b>3,129</b>	<b>3,420</b>	<b>4,161</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,244</b>	<b>1,601</b>	<b>1,898</b>	<b>2,508</b>	
短期借款	79	0	0	0	
应付账款	503	556	730	970	
其他流动负债	661	1,044	1,168	1,538	
<b>非流动负债</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	40	40	40	40	
<b>负债合计</b>	<b>1,284</b>	<b>1,640</b>	<b>1,938</b>	<b>2,548</b>	
少数股东权益	135	154	178	214	
股本	461	507	507	507	
资本公积	397	351	351	351	
留存收益	668	477	446	541	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,526</b>	<b>1,335</b>	<b>1,304</b>	<b>1,400</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,945</b>	<b>3,129</b>	<b>3,420</b>	<b>4,161</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>218</b>	<b>178</b>	<b>254</b>	<b>299</b>	
净利润	194	229	297	435	
折旧摊销	12	55	73	97	
财务费用	3	33	31	30	
投资损失	5	0	0	0	
<b>营运资金变动</b>	<b>-111</b>	<b>-137</b>	<b>-190</b>	<b>-346</b>	
其他经营现金流	14	-2	42	83	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-251</b>	<b>85</b>	<b>-20</b>	<b>-14</b>	
资本支出	-99	-5	-7	-7	
长期投资	0	14	0	0	
其他投资现金流	0	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-104</b>	<b>-180</b>	<b>-96</b>	<b>-112</b>	
短期借款	0	-79	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	46	0	0	
资本公积增加	0	-46	0	0	
其他筹资现金流	0	-100	-96	-112	
<b>现金净增加额</b>	<b>-138</b>	<b>83</b>	<b>139</b>	<b>174</b>	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3,354	3,908	5,008	6,675	
营业成本	2,707	3,142	4,027	5,346	
营业税金及附加	35	38	49	66	
营业费用	280	326	411	547	
管理费用	102	118	152	202	
财务费用	3	33	31	30	
资产减值损失	18	-1	-2	-2	
公允价值变动收益	3	-4	-13	-4	
投资净收益	-5	0	0	0	
营业利润	209	248	328	481	
营业外收入	11	11	9	10	
营业外支出	2	1	1	1	
利润总额	218	258	336	490	
所得税	24	29	38	55	
净利润	194	229	297	435	
少数股东损益	5	19	24	35	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>189</b>	<b>211</b>	<b>273</b>	<b>400</b>	
EBITDA	211	281	359	511	
<b>摊薄 EPS (元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.42</b>	<b>0.54</b>	<b>0.79</b>	

#### 主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.9%	16.5%	28.1%	33.3%
营业利润	-7.3%	18.9%	32.1%	46.7%
归属于母公司净利润	-6.7%	11.6%	29.8%	46.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	19.3%	19.6%	19.6%	19.9%
净利率(%)	5.8%	5.9%	5.9%	6.5%
ROE(%)	11.7%	15.4%	20.1%	27.0%
ROIC(%)	12.5%	10.8%	16.8%	21.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	43.6%	52.4%	56.7%	61.2%
流动比率	2.12	1.80	1.67	1.56
速动比率	1.41	0.93	0.83	0.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.07	0.07	0.09	0.10
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	5.86	5.93	6.26	6.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.42	0.54	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.35	0.50	0.59
每股净资产(最新摊薄)	3.28	2.94	2.92	3.18
<b>估值比率</b>				
P/E	43.7	39.2	30.2	20.6
P/B	5.0	5.5	5.6	5.1
EV/EBITDA	35.3	23.5	18.3	13.0

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257