

华胜天成 (600410.SH) 计算机设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

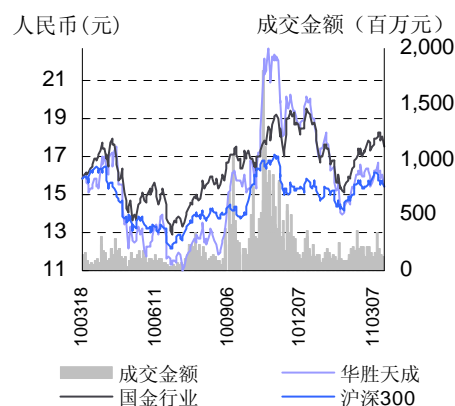
市价(人民币): 15.44元

目标(人民币): 23.42元

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)	7,795.07
年内股价最高最低(元)	22.71/11.00
沪深300指数	3197.10
上证指数	2897.30



相关报告

1. 《业务转型求结构优化,外延并购求业绩增长》, 2010.10.29
2. 《公布定向增发预案,增强IT服务实力》, 2010.9.6
3. 《业绩低点已现,后续将环比改善》, 2010.8.31

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

业绩符合预期, 内生外延促转型

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.409	0.411	0.497	0.669	0.866
每股净资产(元)	3.31	3.25	3.64	3.83	4.44
每股经营性现金流(元)	0.47	0.03	0.60	0.74	0.98
市盈率(倍)	41.50	43.36	31.09	23.09	17.83
行业优化市盈率(倍)	39.90	39.90	39.90	39.90	39.90
净利润增长率(%)	-6.68%	10.04%	20.79%	34.63%	29.53%
净资产收益率(%)	12.36%	12.64%	13.63%	17.45%	19.50%
总股本(百万股)	461.02	504.86	504.86	504.86	504.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010年公司实现营业收入及归属于母公司净利润 40.75 亿和 2.08 亿元, 同比分别增长 21.05% 和 10.04%, 摊薄每股收益 0.41 元, 基本符合预期。

经营分析

- **主营业务结构进一步优化:** 毛利率较高的软件和专业服务合计收入占比较去年提高了7个百分点至44.39%, 对公司毛利的贡献大幅提升了13个百分点达到70.12%, 成为公司主要利润来源和强劲的增长点。
- **收购导致三项费用率明显上升:** 公司净利润增幅低于营业收入增幅的主要原因是管理费用和销售费用的上升。管理费用的上升除了由于收购ASL和现代先锋后人员规模有较大扩张并且港澳台地区的员工薪资水平和管理费用相对较高外, 公司股权激励计划的实施所产生的费用摊销也有一定的影响。财务费用的大幅上升则是由于公司并购和业务拓展贷款显著增加所致的利息支出。
- **外延式扩张打造世界级IT综合服务商:** 在依靠内生式发展提升技术水平和开拓业务市场进展较慢的情况下, 公司利用资本平台打造业务平台, 通过兼并和收购在细分子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, 快速有效的来实现现有业务的结构升级和整体业务盈利水平的增强。
- **垂直整合云计算全产业链:** 通过对云计算产业链的垂直整合, 使得公司掌握产业链的发展方向, 增强公司的市场竞争力, 提高公司对电信运营商等下游客户以及 Oracle 等上游厂商的议价权, 提升公司的盈利能力。

业绩预测

- 由于公司管理费用率的上升幅度略超出预期, 考虑到 2011 年公司股权激励方案的计提费用摊销的影响, 我们略为下调了公司的业绩预测。2011-2013 年对应 EPS 分别为 0.497 元、0.669 元和 0.866 元。12 年 35XPE 的估值水平, 对应目标价 23.42 元。

投资建议

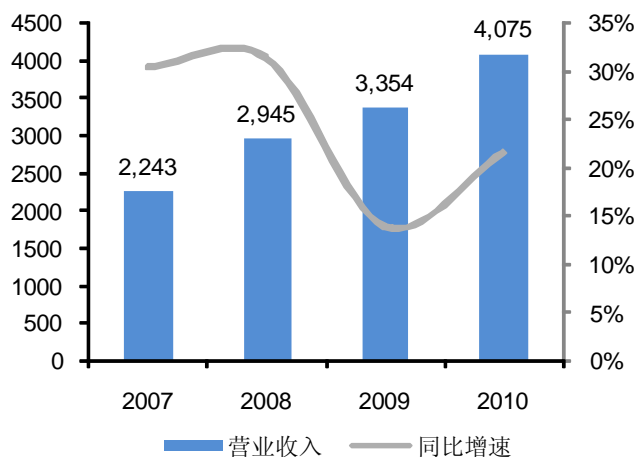
- 我们看好公司后续外延式扩张带来的投资机会, 认同公司云计算全产业链布局的发展思路, 维持对公司的买入评级。

2010 年公司业绩点评

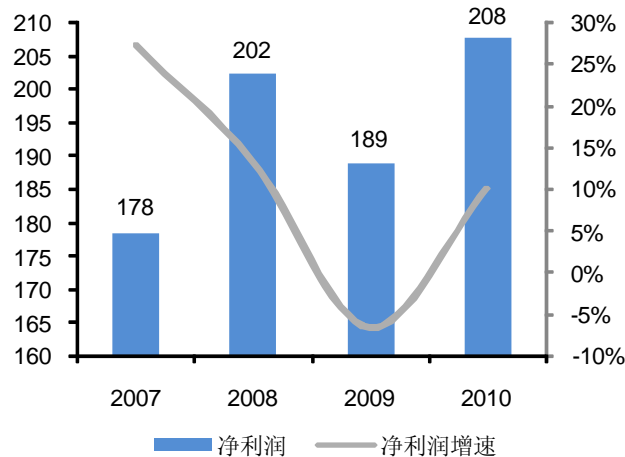
业绩基本符合预期

- 2010 年公司实现营业收入及归属于母公司净利润 40.75 亿和 2.08 亿元，同比分别增长 21.05%和 10.04%，摊薄每股收益 0.41 元，基本符合我们预测的 0.43 元。

图表1: 2010 年营业收入增长 21.05% (百万元)



图表2: 2010 年净利润增长 10.04% (百万元)



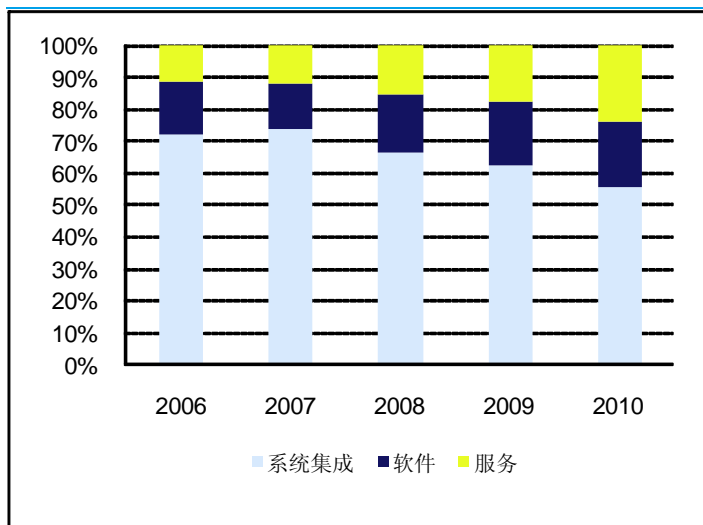
来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

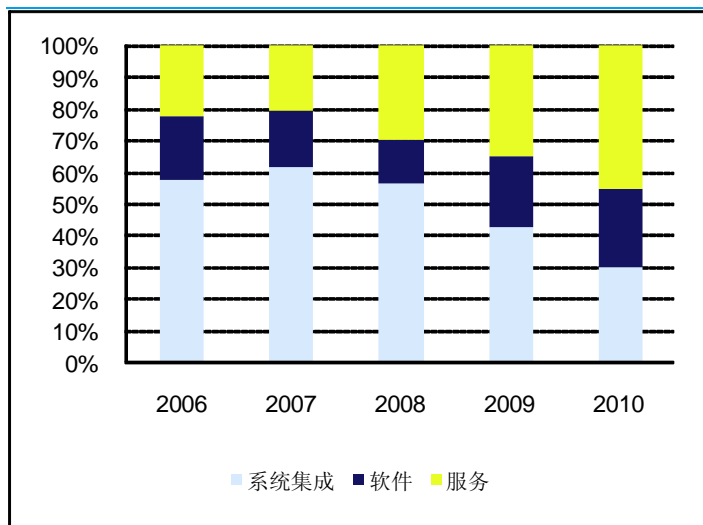
主营业务结构进一步优化

- 2010 年公司进一步贯彻执行了以软件和服务为核心，向 IT 服务全面发展的经营战略，毛利率较高的软件和专业服务合计收入占比相较去年提高了 7 个百分点至 44.39%，对公司毛利的贡献大幅提升了 13 个百分点达到 70.12%，成为公司主要利润来源和强劲的增长点。公司综合毛利率较去年提升 0.16 个百分点达到 19.46%。考虑到系统集成毛利率下滑空间有限，随着软件和专业服务业务结构占比的进一步提高，公司综合毛利率将稳定上升。

图表3: 软件和服务业务收入占比提升至 44.39%

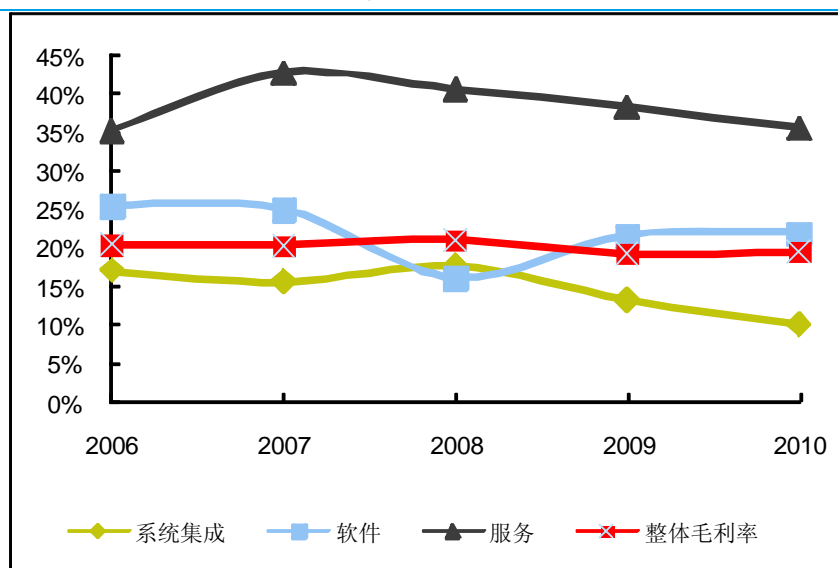


图表4: 软件和服务业务毛利占比提升至 70.12%



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表5: 软件和服务业务毛利率远高于系统集成业务



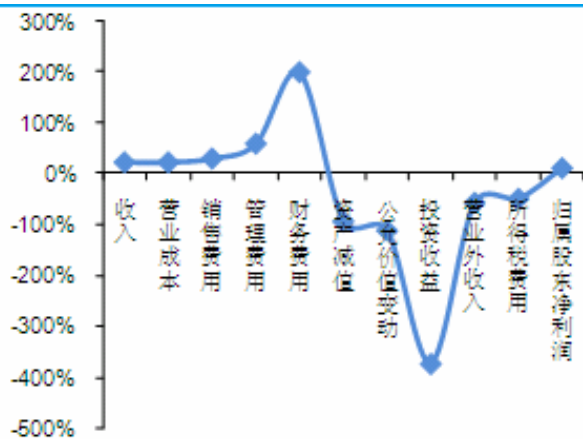
来源: 公司年报、国金证券研究所

- 系统集成业务收入同比增长 7.78%，毛利率则下降 2.78 个百分点至 10.42%，主要原因为市场竞争的加剧以及下游电信运营商更多地采取集中采购并且相对公司议价能力更强。随着运营商 IT 投资回暖以及公司与 IBM、HP 的进一步合作，系统集成业务收入增速将有所恢复。
- 软件及软件开发收入同比增长 27.34%，毛利率略有提升 0.43 个百分点至 21.99%。预计未来公司对 ASL 和摩卡软件整合完成后，市场和技术的优势均得到互补性增强，业务聚合效应将进一步显现，软件业务的收入和毛利率将持续提高。
- 专业服务收入同比大幅增长 63.17%，毛利率保持稳定，为 38.23%。公司目前专业服务主要为基础的运维，ASL 的收购将加速公司业务向高端解决方案类服务的转型。同时公司未来将加大政府行业的拓展力度，开拓电信、邮政之后的又一大下游行业的专业服务市场。

收购导致三项费用率明显上升

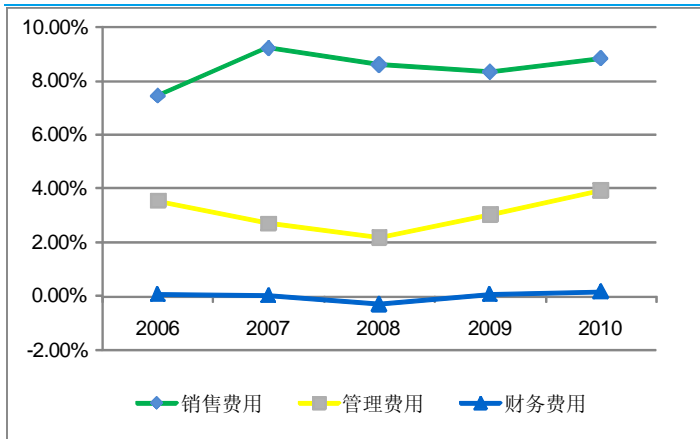
- 从业绩驱动因素分析，公司净利润增幅低于营业收入增幅的主要原因是管理费用和销售费用的上升。
- 公司 2010 年三项费用率为 12.98%，较去年上升了 1.52 个百分点。其中管理费用增加 30.06%，财务费用增加 145.17%，销售费用增加 6.02%。管理费用的上升除了由于收购 ASL 和现代先锋后人员规模有较大扩张并且港澳台地区的员工薪资水平和管理费用相对较高外，公司股权激励计划的实施所产生的费用摊销也有一定的影响。财务费用的大幅上升则是由于公司并购和业务拓展贷款显著增加所致的利息支出。随着公司收购磨合期后人员和业务结构的整合优化，预计公司 2011 年三项费用率将保持稳定。
- 投资收益变化较大，由 2009 年的 -484.60 增加至 2010 年的 1326.16 万，主要来自香港子公司处置对联营企业 Greenplum (Greater China) limited 的股权投资收益。

图表6：业绩驱动因素增速分析



来源：公司年报、国金证券研究所

图表7：三项费用率分析



外延式扩张打造世界级 IT 综合服务商

- 公司的发展目标是成为大中华区乃至整个亚太地区 IT 综合服务行业的领导者。在依靠内生式发展提升技术水平和开拓业务市场进展较慢的情况下，公司利用资本平台打造业务平台，通过兼并和收购在细分子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，快速有效的来实现现有业务的结构性升级和整体业务盈利水平的增强。
- 2010 年公司来自港澳台及东南亚地区的收入相比上年大幅增长 364.01%。公司借助 ASL 在港澳台及东南亚地区成熟的销售渠道实现了服务及软件产品的交叉销售，同时也将 ASL 一些先进的解决方案引入到中国内地市场，外延式扩张的发展战略收获显著成效。
- 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。公司 10 年底仍有 8.2 亿现金储备，因此我们认为外延式扩张仍将成为公司扩张的主要方式。

垂直整合云计算全产业链

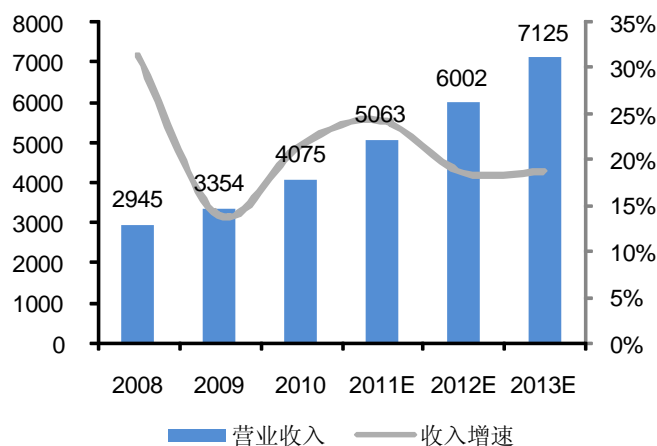
- 公司作为国内最早涉足云计算服务的公司之一。从基础的云数据中心建设、云数据中心管理，到 IaaS 服务、PaaS 服务、SaaS 服务，公司在云计算的全产业链都有布局。通过对云计算产业链的垂直整合，使得公司掌握产业链的发展方向，增强公司的市场竞争力，提高公司对电信运营商等下游客户以及 Oracle 等上游厂商的议价权，提升公司的盈利能力。
- 公司以云计算为核心，通过新发布的“揽胜行动”建立云计算产业联盟，深度参与“云计算”产业链的整合与实践。通过定向增发募集 5.73 亿的资金投向云计算、物联网等领域共 5 个项目的计划，公司将大力提升在 IT 服务行业的地位，增强在软件及服务方面的战略布局，引领整个行业未来的发展方向。

业绩预测及投资建议

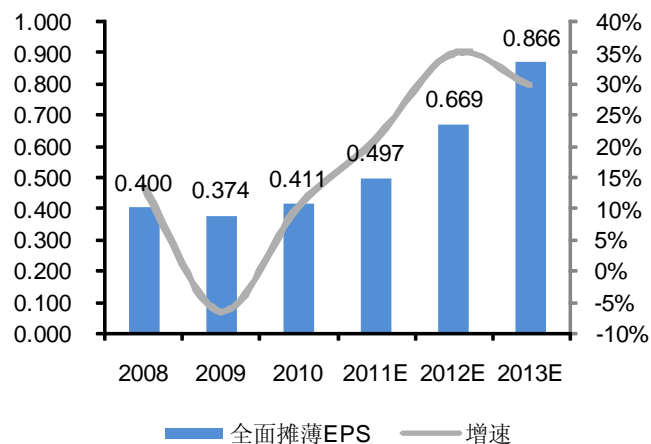
- **业绩预测：** 由于公司管理费用率的上升幅度略超出我们之前预期，加上 2011 年公司股权激励方案的计提费用摊销的影响，我们略为下调了公司的业绩预测。预计公司 2011-2013 年实现营业收入分别为 50.63 亿、60.02 亿和 71.25 亿，增速 24.23%、18.55%和 18.70%；实现净利润分别为 2.51 亿、3.38 亿和 4.37 亿元，增速 20.79%，34.63%和 29.53%；对应 EPS 分别为 0.497 元、0.669 元和 0.866 元。考虑到公司良好的成长性以及其云计算的领跑地位，我们给予其 12 年 35XPE 的估值水平，对应目标价 23.42 元。

■ **投资建议：**我们看好公司后续外延式扩张带来的投资机会，认同公司云计算全产业链布局的发展思路，维持对公司的买入评级。

图表8：公司营业收入预测（百万元）



图表9：公司EPS预测（百万元）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表10：公司主营业务收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
硬件及系统集成						
销售收入（百万元）	1,962.78	2,099.13	2,262.54	2,714.40	3,121.56	3,589.79
增长率（YOY）	53.90%	6.95%	7.78%	19.97%	15.00%	15.00%
毛利率	17.72%	13.20%	10.05%	11.00%	11.00%	11.00%
销售成本（百万元）	1,614.98	1,822.04	2,035.15	2,415.82	2,778.19	3,194.92
增长率（YOY）	52.61%	12.82%	11.70%	18.70%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	347.80	277.09	227.39	298.58	343.37	394.88
增长率（YOY）	60.23%	-20.33%	-17.94%	31.31%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	66.73%	62.63%	55.61%	53.62%	52.01%	50.39%
占主营业务利润比重	56.46%	42.92%	30.17%	29.41%	28.34%	26.94%
软件						
销售收入（百万元）	524.96	663.05	844.35	1,097.66	1,317.19	1,580.62
增长率（YOY）	119.65%	26.30%	27.34%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	15.99%	21.56%	21.88%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	441.02	520.10	659.61	856.17	1,027.41	1,232.89
增长率（YOY）	147.79%	17.93%	26.82%	29.80%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	83.94	142.95	184.74	241.48	289.78	347.74
增长率（YOY）	37.57%	70.30%	29.23%	30.71%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	17.85%	19.78%	20.75%	21.68%	21.95%	22.19%
占主营业务利润比重	13.63%	22.14%	24.51%	23.78%	23.92%	23.73%
专业服务						
销售收入（百万元）	453.51	589.61	962.04	1,250.65	1,563.32	1,954.14
增长率（YOY）	119.36%	30.01%	63.17%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	40.63%	38.25%	35.50%	38.00%	37.00%	37.00%
销售成本（百万元）	269.25	364.08	620.52	775.40	984.89	1,231.11
增长率（YOY）	100.92%	35.22%	70.43%	24.96%	27.02%	25.00%
毛利（百万元）	184.26	225.53	341.52	475.25	578.43	723.03
增长率（YOY）	153.35%	22.39%	51.43%	39.15%	21.71%	25.00%
占总销售额比重	15.42%	17.59%	23.64%	24.70%	26.05%	27.43%
占主营业务利润比重	29.91%	34.93%	45.32%	46.81%	47.74%	49.33%
销售总收入（百万元）	2941.25	3351.79	4068.93	5062.71	6002.06	7124.56
销售总成本（百万元）	2325.24	2706.23	3315.28	4047.39	4790.48	5658.91
毛利（百万元）	616.01	645.56	753.65	1015.32	1211.58	1465.65
平均毛利率	20.94%	19.26%	18.52%	20.05%	20.19%	20.57%

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	二个月内	三月内	六月内
强买	2	2	2	2	4
买入	4	4	5	5	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.67	1.68	1.69	1.68

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
7 2010-10-29	买入	21.76	N/A

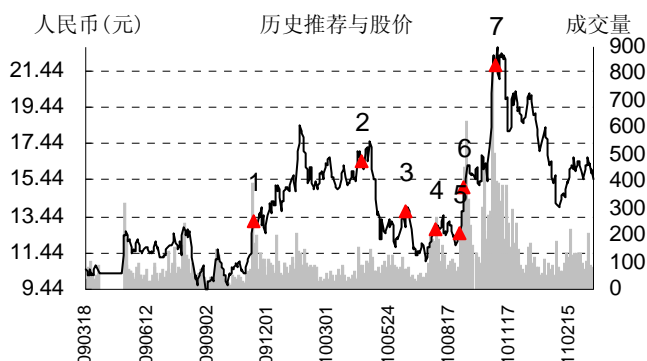
来源：国金证券研究所

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方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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室