



2009 年 4 月 27 日

通讯设备及服务

业绩回顾

分析员：李源

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽

qius@cicc.com.cn

审慎推荐

华胜天成(600410.CH)

09 年 1 季度业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,721.4	2,243.5	2,945.4	4,092.2	5,360.4
(+/-%)	52.6%	30.3%	31.3%	38.9%	31.0%
营业利润	169.6	197.1	225.3	279.6	352.7
(+/-%)	43.5%	16.2%	14.3%	24.1%	26.2%
净利润	149.7	178.4	202.1	252.4	316.4
(+/-%)	47.4%	19.2%	13.3%	24.8%	25.4%
每股收益 (元)	0.357	0.426	0.482	0.602	0.755
(+/-%)	47.4%	19.2%	13.3%	24.8%	25.4%
市盈率(倍)	35.4	29.7	26.2	21.0	16.8
经营收益市盈率(倍)	37.5	39.1	23.4	21.0	16.8
市净率(倍)	6.9	4.2	3.8	3.3	2.9
净资产收益率 (%)	19.4%	14.1%	14.4%	15.9%	17.3%
投入资本回报率 (%)	19.0%	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%
股息收益率 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

股票信息

	A-股
股票代码	600410.CH
当前股价	人民币 12.66
日成交量 (百万股)	8.71
52周最高价/最低价	人民币 17.50/5.67
总市值 (百万元)	5,306
发行股数 (百万股)	419
其中：流通股 (百万股)	236
主要股东 (持股比例)	苏钢 (15.87%)
*经营性每股收益剔除投资收益影响。	

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600410.CH	+0.00	+0.80	+24.73	+18.54
上证A指	-2.21	+3.12	+22.98	+34.44
技术硬件及设备	-1.82	+13.56	+38.22	+53.90

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

09 年 1 季度业绩符合预期：

华胜天成 2009 年 1 季度实现收入 6.8 亿元，同比增长 3.3%，实现净利润 3,243 万元（每股收益 0.078 元），同比增长 56.2%，符合预期，主要是去年同期公司证券投资亏损较大导致同比基数较低。如果剔除证券投资影响，公司 1 季度经营性净利同比下降 1.7%。

正面：

- 毛利率同比上升 0.7 个百分点至 18%，我们分析主要是硬件集成业务毛利率受益大客户业务占比增加，而同比提升。

负面：

- 收入同比仅略增 3.3%，虽然 1 季度 3G 投资对公司收入有所带动，电信行业占收入比较之前的 40~50%提升到目前的 60%左右，但金融和邮政行业受宏观经济影响则出现同比下降。公司 1 季度仍实现了约 7 亿元的签单，同比增长 9.6%。
- 综合费用率同比上升 0.7 个百分点，主要由于收入增长较慢，而在运行项目费用支出具有一定刚性。
- 经营现金流为负 2.5 亿元，同比大幅下降，我们分析主要是 08 年 4 季度集中大量签单后公司在 09 年 1 季度开始发货，但尚未实现较多回款所致。

发展趋势：

随 BOSS 等系统陆续开始招标，IT 应用需求将逐步提高，华胜的收入在下半年将有较好增长的可能，但需求高峰更可能发生在 2010 年，主要是当增值业务加速发展时，对相应服务的需求将会提升。

估值与建议：

由于公司目前停牌，我们会持续跟踪公司，根据重大事项公告内容，给出是否存在短期交易性机会的建议。但对于长期投资者，我们认为尽管公司在电信业务方面潜力很大，但在金融和软件业务方面受到宏观经济影响，仍有一定压力。因此暂时总体维持目前的盈利预测，2009 年和 2010 年市盈率分别为 21.0 倍和 16.8 倍，维持“审慎推荐”的投资评级。但提醒投资者，不排除公司重大事项进展有所利好情况下，公司未来 2 年业绩有超出我们预期的可能。

图表 1: 09 年 1 季度业绩分析

(百万人民币)	年度数据			季度数据					中金简评
	2007A	2008A	YoY%	1Q2008	4Q2008	1Q2009	QoQ%	YoY%	
营业收入	2,243.5	2,945.4	31.3%	658.4	722.3	679.9	-5.9%	3.3%	虽然1季度3G投资对公司收入有所带动，电信行业占收比从之前的40~50%提升到目前的60%左右，但金融和邮政行业受宏观经济影响则出现同比下降。公司1季度仍实现了约7亿元的签单，同比增长9.6%。
硬件及集成服务	1,621.2	1,962.8	21.1%	-	-	-	-	-	
软件产品开发	351.7	525.0	49.2%	-	-	-	-	-	
专业服务	268.9	453.5	68.6%	-	-	-	-	-	
占主营业务收入 %									
硬件及集成服务	72.3%	66.6%	-5.6%	-	-	-	-	-	
软件产品开发	15.7%	17.8%	2.1%	-	-	-	-	-	
专业服务	12.0%	15.4%	3.4%	-	-	-	-	-	
营业成本	(1,787.6)	(2,325.9)	30.1%	(544.4)	(561.3)	(557.4)	-0.7%	2.4%	
毛利	455.9	619.5	35.9%	114.0	161.0	122.4	-23.9%	7.4%	主要是硬件集成业务毛利率受益大客户业务占比增加，而同比提升。
毛利率 %	20.3%	21.0%	0.7%	17.3%	22.3%	18.0%	-4.3%	0.7%	
硬件及集成服务	15.6%	17.7%	2.2%	-	-	-	-	-	
软件产品开发	24.9%	16.0%	-8.9%	-	-	-	-	-	
专业服务	42.7%	40.6%	-2.1%	-	-	-	-	-	
营业税金及附加	(20.5)	(27.3)	33.1%	(3.7)	(9.1)	(6.8)	-25.3%	83.3%	
费用	(285.9)	(338.9)	18.5%	(70.5)	(108.4)	(77.3)	-28.7%	9.7%	
费用率	12.7%	11.5%	-1.2%	10.7%	15.0%	11.4%	-3.6%	0.7%	要由于收入增长较慢，而在运行项目费用支出具有一定刚性
营业费用	(207.1)	(253.8)	22.6%	(53.1)	(71.3)	(54.0)	-24.2%	1.9%	
营业费用率	9.2%	8.6%	-0.6%	8.1%	9.9%	7.9%	-1.9%	-0.1%	
管理费用	(60.7)	(64.2)	5.8%	(11.3)	(24.5)	(16.9)	-31.1%	49.1%	
管理费用率	2.7%	2.2%	-0.5%	1.7%	3.4%	2.5%	-0.9%	0.8%	
财务费用	(0.8)	8.7	n.a.	0.9	(6.4)	1.5	n.a.	70.1%	
财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.9%	-0.2%	-1.1%	-0.1%	
资产减值损失	(17.3)	(29.5)	70.7%	(6.9)	(6.2)	(7.8)	26.0%	12.8%	
减值损失率	0.8%	1.0%	0.2%	1.1%	0.9%	1.2%	0.3%	0.1%	
证券投资收益 / (损失)	47.7	(28.0)	-158.8%	(14.6)	(1.0)	0.3	n.a.	n.a.	
公允价值变动	24.7	(38.7)	-256.5%	(16.7)	6.6	0.3	-95.3%	n.a.	
投资收益	22.9	10.7	-53.4%	2.1	(7.6)	(0.0)	-99.4%	-102.1%	
营业利润	197.1	225.3	14.3%	25.2	42.5	38.6	-9.2%	53.2%	
营业利润率	8.8%	7.6%	-1.1%	3.8%	5.9%	5.7%	-0.2%	1.9%	
税前利润	199.8	230.8	15.5%	25.5	47.8	38.6	-19.3%	51.4%	
所得税	(20.3)	(28.5)	40.5%	(4.4)	6.8	(6.6)	-196.7%	49.5%	
有效税率	10.1%	12.3%	2.2%	17.2%	-14.2%	17.0%	31.2%	-0.2%	
少数股东损益	(1.1)	(0.2)	-84.1%	(0.2)	0.8	0.7	-14.3%	n.a.	
净利润	178.4	202.1	13.3%	20.9	55.4	32.7	-41.0%	56.2%	
净利润率	8.0%	6.9%	-1.1%	3.2%	7.7%	4.8%	-2.9%	1.6%	
每股收益 (元)	0.426	0.482	13.3%	0.050	0.132	0.078	-41.0%	56.2%	
经营性净利 (不含证券收益/损失)	135.6	226.7	67.2%	33.0	56.4	32.4	-42.5%	-1.7%	
经营性净利润率	6.0%	7.7%	1.7%	5.0%	7.8%	4.8%	-3.0%	-0.2%	
经营性每股收益 (元)	0.324	0.541	67.2%	0.079	0.135	0.077	-42.5%	-1.7%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
营业收入	1,721.1	2,241.9	2,941.3	4,092.2	5,360.4	30.3%	31.2%	39.1%	31.0%
硬件及集成服务	1,275.3	1,621.2	1,962.8	2,705.0	3,385.7	27.1%	21.1%	37.8%	25.2%
软件产品开发	239.0	351.7	525.0	660.8	851.1	47.2%	49.2%	25.9%	28.8%
专业服务	206.7	268.9	453.5	726.5	1,123.6	30.1%	68.6%	60.2%	54.6%
营业成本	(1,370.3)	(1,787.6)	(2,325.9)	(3,292.8)	(4,325.8)	30.5%	30.1%	41.6%	31.4%
营业税金及附加	(12.2)	(20.5)	(27.3)	(37.9)	(49.6)	68.7%	33.1%	38.9%	31.0%
占营业收入 %	0.71%	0.91%	0.93%	0.93%	0.93%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 %	20.4%	20.3%	21.0%	19.5%	19.3%	-0.1%	0.7%	-1.5%	-0.2%
硬件及集成服务	17.0%	15.6%	17.7%	16.0%	15.0%	-1.5%	2.2%	-1.7%	-1.0%
软件产品开发	25.5%	24.9%	16.0%	17.0%	17.0%	-0.6%	-8.9%	1.0%	0.0%
专业服务	35.2%	42.7%	40.6%	35.0%	34.0%	7.5%	-2.1%	-5.6%	-1.0%
费用	(190.8)	(285.9)	(338.9)	(481.9)	(632.2)	49.8%	18.5%	42.2%	31.2%
费用率	11.1%	12.8%	11.5%	11.8%	11.8%	1.7%	-1.2%	0.3%	0.0%
营业费用	(128.4)	(207.1)	(253.8)	(348.7)	(456.9)	61.3%	22.6%	37.4%	31.0%
营业费用率	7.5%	9.2%	8.6%	8.5%	8.5%	1.8%	-0.6%	-0.1%	0.0%
管理费用	(48.5)	(60.7)	(64.2)	(90.0)	(120.1)	25.2%	5.8%	40.1%	33.4%
管理费用率	2.8%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	-0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%
财务费用	(1.3)	(0.8)	8.7	(2.3)	(1.7)	-39.5%	-1187.9%	n.a.	n.a.
财务费用率	0.1%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.4%	0.0%
资产减值	(12.6)	(17.3)	(29.5)	(40.9)	(53.6)	37.1%	70.7%	38.9%	31.0%
资产减值率	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
公允价值变动	9.4	24.7	(38.7)	0.0	0.0	162.9%	-256.5%	n.a.	n.a.
投资收益	0.0	22.9	10.7	0.0	0.0	n.a.	-53.4%	n.a.	n.a.
营业利润	169.6	197.1	225.3	279.6	352.7	16.2%	14.3%	24.1%	26.2%
营业利润率	9.9%	8.8%	7.7%	6.8%	6.6%	-1.1%	-1.1%	-0.8%	-0.3%
营业外收支净额	1.2	2.6	5.5	8.5	8.5	114.7%	107.2%	56.2%	0.0%
税前利润	170.8	199.8	230.8	288.1	361.2	17.0%	15.5%	24.8%	25.4%
所得税	(20.6)	(20.3)	(28.5)	(35.5)	(44.5)	-1.6%	40.5%	24.8%	25.4%
有效税率	12.1%	10.1%	12.3%	12.3%	12.3%	-1.9%	2.2%	0.0%	0.0%
少数股东损益	(0.5)	(1.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	123.7%	-84.1%	24.8%	25.4%
净利润	149.7	178.4	202.1	252.4	316.4	19.2%	13.3%	24.8%	25.4%
净利率	8.7%	8.0%	6.9%	6.2%	5.9%	-0.7%	-1.1%	-0.7%	-0.3%
每股收益 (元)	0.357	0.426	0.482	0.602	0.755	19.2%	13.3%	24.8%	25.4%

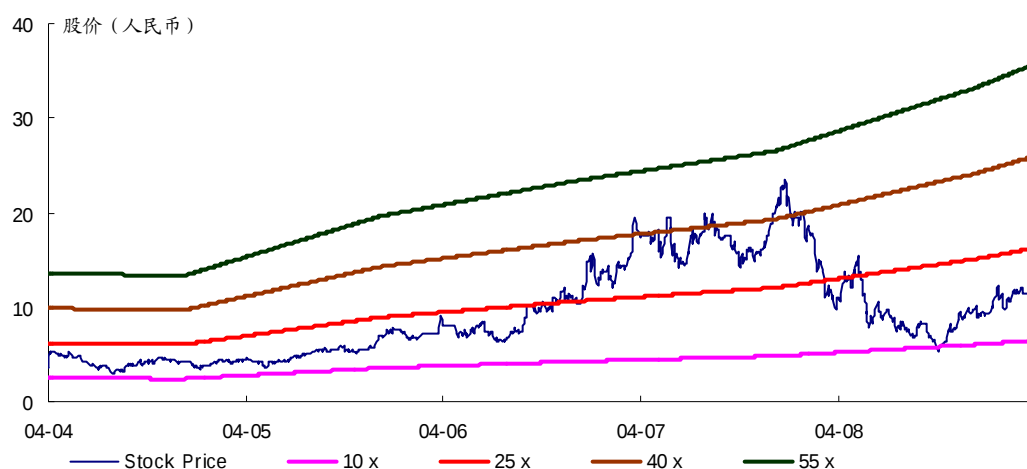
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值对比

	股价	总市值	销售规模	市盈率					利润增长率	PEG
	2009-4-24	(百万美元) 2009-4-24	(百万美元) 2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
华胜天成	CNY 12.66	855	325	35.4x	29.7x	26.2x	21.0x	16.8x	25.1%	0.8x
东华合创	CNY 22.02	916	116	86.4x	66.0x	38.3x	28.7x	22.8x	29.7%	1.0x
东软股份	CNY 17.11	2,367	479	82.5x	38.9x	33.4x	24.6x	19.0x	32.4%	0.8x
浙大网新	CNY 5.26	626	794	35.0x	28.1x	30.6x	25.3x	19.8x	24.2%	1.0x
宝信软件	CNY 22.40	675	266	67.1x	42.9x	27.7x	21.1x	16.6x	29.3%	0.7x
南天信息	CNY 12.00	370	242	113.8x	77.1x	29.8x	26.5x	20.0x	22.2%	1.2x
亿阳信通	CNY 14.07	725	128	58.1x	39.6x	61.0x	31.1x	24.5x	57.6%	0.5x
新大陆软件	CNY 6.43	426	125	70.5x	33.8x	22.2x	15.4x	13.9x	26.3%	0.6x
恒生电子	CNY 11.31	738	82	61.5x	26.6x	23.7x	17.8x	12.7x	36.7%	0.5x
亚信科技	USD 16.49	717	133	126.8x	30.5x	31.5x	21.9x	16.9x	36.5%	0.6x
中值				68.8x	36.4x	30.2x	23.2x	18.0x	29.5%	0.7x
平均值				73.7x	41.3x	32.4x	23.4x	18.3x	32.0%	0.8x
国际可比公司										
CSC	USD 37.07	5,616	14,855	13.1x	16.5x	9.5x	9.2x	9.0x	3.0%	3.0x
Atos Origin	EUR 23.23	2,144	7,754	-	33.2x	9.9x	12.0x	9.8x	0.5%	18.4x
Hitachi Software	JPY 1,277	847	1,610	35.2x	23.6x	19.6x	12.1x	14.0x	18.3%	0.8x
Nomura Research Institute	JPY 1,702	3,941	3,319	16.4x	12.8x	11.0x	12.6x	12.7x	-6.9%	-1.8
NTT Data	JPY 257,800	7,442	10,754	25.7x	14.3x	17.5x	13.3x	13.5x	14.1%	1.0x
中值				21.0x	16.5x	11.0x	12.1x	12.7x	3.0%	1.0x

资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图表 4: 历史市盈率区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。