

华胜天成 600410.SH

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

现金收购 ASL 公司 68.4%股权，拓展国际市场空间

本报告导读：

- 本次收购提升整体盈利能力，拓展国际市场空间。
- 本次收购支付的对价估值水平为 PB0.7 倍及 PE12.4 倍，具有吸引力。

投资要点：

● 资产重组方案：

公司通过其设立于香港的全资子公司华胜天成（香港）有限公司以现金形式收购于香港联交所上市的公众公司——自动系统集团有限公司（ASL, HK0771）68.4%的股权，计203,431,896股，实际交易总价为港币262,427,146元。

根据香港联交所的相关规定，本次交易将触发全面要约收购，华胜天成（通过其香港子公司）需向ASL 股东发出全面收购要约。在要约收购完成后，华胜天成将通过股票配售等必要安排维持ASL 的上市地位。

● **本次收购将拓展公司国际市场空间，提升公司实力与品牌。**收购对象ASL 为在香港主板上市公司，致力于为企业或政府等提供计算机和网络设备等硬件产品和集成服务以及软件产品、软件开发和IT专业服务。自97年上市以来，实现了连续11个财年净利润为正的记录，收入和利润规模实现了大幅增长，不但保持了在香港地区领先的行业地位，且不断将销售网络向周边地区扩展，目前，ASL 的销售网络已辐射至澳门、台湾、泰国和中国大陆。

● **本次收购能提升公司整体业务盈利能力，并与公司业务产生正面协同效应。**由于ASL与公司的业务结构具有一定的互补性，软件和IT服务收入等毛利率水平较高的业务占其总收入的比重超过30%，高出华胜天成该数值约10个百分点，因此收购ASL能够在较短的时间内增强公司整体业务的盈利水平，增强公司的抗风险能力。另外，ASL 有着较为广泛的客户基础和国际合作关系，可与公司在上游供应商和下游客户两方面产生正面协同效应。

● **本次资产收购支付的对价及估值水平具有吸引力。**本次交易的购买价格为港币2.21元/股，扣除ASL 在本次收购完成前分配股利港币0.92元/股后，本次交易的实际交易价格为港币1.29元/股，实际交易总价为港币262,427,146元，华胜天成将以自有现金支付上述对价（公司08年货币资金8.81亿元人民币）。按照ASL公司08年财务数据，其08年盈利3094万港元，净资产5.477亿港元。按照公司所支付的收

通信设备及服务行业

公司评级：推荐（首次）

目标价格：

当前价格：¥11.36

2009.05.08

基础数据

总市值（百万元）	5,237
总股本/流通 A 股（百万股）	461.02/259.24
流通市值（百万元）	2,945
每股净资产（元）	3.43
净资产收益率（%）	14.4

交易数据

52 周内股价区间（元）	5.67 ~ 17.85
静态市盈率（倍）	26
动态市盈率（倍）	21
市净率（倍）	3.3

52 周内股价走势图



万阳松

行业研究员

电话

021-32229888*3501

邮箱

wanyangsong@ajzq.com

相关报告

《2009 年通信行业 2 季度投资策略—关注通信设备与服务行业的确定性成长》

2009.03.16

《2009 年通信行业投资策略报告—3G：优势设备商的新机会》

2008.12.10

请务必阅读正文之后的重要声明

购对价，其对应的估值水平为：PB 0.7倍及PE 12.4倍。该收购对价具有吸引力。

● **估值与预测。**本次收购提升公司整体盈利能力，尤其是提升高毛利率的软件业务的占比。我们预计本次资产收购后上市公司未来两年盈利增速在20%-25%左右。预计09-10年EPS为0.55元、0.69元左右，对应当前股价PE分别为21倍、16.5倍左右，估值较低，具有吸引力。本次收购仍有一些不确定性，首次给予公司“推荐”评级，目标价13.8元（对应09年PE为25倍，10年PE20倍）。

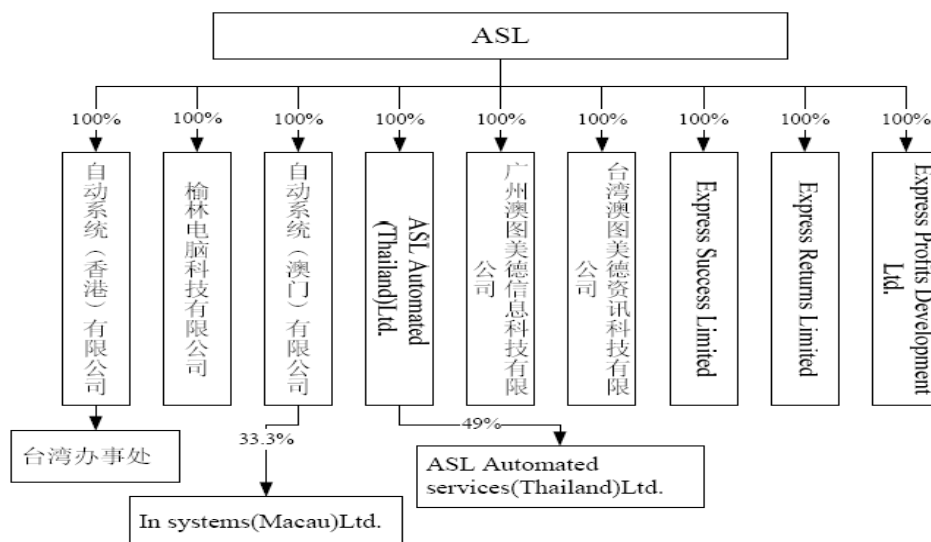
● **风险提示。**（1）本次资产购买行为构成上市公司重大资产重组，需经中国证监会核准后方能实施；（2）本次交易的总成交价格为港币2.62亿元，华胜天成以自有现金支付，将对华胜天成的流动性造成一定影响，形成一定的财务压力。同时，本次交易完成后，华胜天成需向ASL的股东发出全面收购要约，后续现金流出将进一步加大华胜天成的财务压力，应积极关注；（3）由于涉及H股和A股两个市场，且H股市场的投资者结构及市场估值水平和A股市场存在差异，且两个市场存在联动效应，ASL的股价变动会对华胜天成股票价格产生影响。

图表1：被收购公司主要财务数据（单位：千港元）

科 目	2008/12/31	2008/03/01	2007/03/31	2006/03/31
总资产	922,006	994,995	892,453	786,349
总负债	374,276	426,874	368,498	299,535
净资产	547,730	568,121	523,955	486,814
归属于母公司股东的 所有者权益	547,730	568,121	523,955	486,814
科 目	3Q09	FY2008	FY2007	FY2006
营业收入	1,054,053	1,393,393	1,274,979	1,104,239
净利润	30,937	76,153	53,560	44,479
归属于母公司股东的 净利润	30,937	76,153	53,560	44,479

来源：公司公告，爱建证券研究部（按香港会计准则）

图表2：被收购公司ASL的下属子公司和联营公司（ASL的销售网络已辐射港、澳、台、泰国和中国大陆）



来源：公司公告，爱建证券研究部

图表3: 华胜天成近三年主营业务收入(软件占比逐年提高, 08达17.8%)(单位: 元)

主营业务收入	2008 年度	2007 年度	2006 年度
硬件及集成服务	1,962,783,257.24	1,621,223,775.50	1,275,334,860.57
软件及软件开发	524,957,551.81	351,737,152.86	239,004,845.90
专业服务	453,512,805.64	268,909,804.86	206,739,285.39
合 计	2,941,253,614.69	2,241,870,733.22	1,721,078,991.86

来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表4: 公司06-08年主要财务数据(单位: 元)

	2008 年/ 2008/12/31	2007 年/ 2007/12/31	2006 年/ 2006/12/31
流动资产	2,562,271,301.71	2,384,591,730.21	1,612,761,330.82
固定资产	64,750,312.67	67,203,298.40	68,127,444.83
总资产	2,673,616,456.17	2,480,997,638.82	1,691,537,139.11
流动负债	1,215,799,576.80	1,165,720,148.25	888,408,128.44
非流动负债	36,764,816.81	34,798,259.96	22,160,964.18

归属于母公司所有者权益	1,400,266,396.91	1,268,683,272.71	772,289,727.72
资产负债率(母公司, %)	46.85	43.08	42.73
营业收入	2,945,444,518.21	2,243,449,763.85	1,721,443,028.07
归属于母公司股东的净利润	202,135,859.92	178,400,449.70	149,715,660.86
基本每股收益	0.4823	0.5304	0.4538
全面摊薄净资产收益率(%)	14.44	14.06	19.39

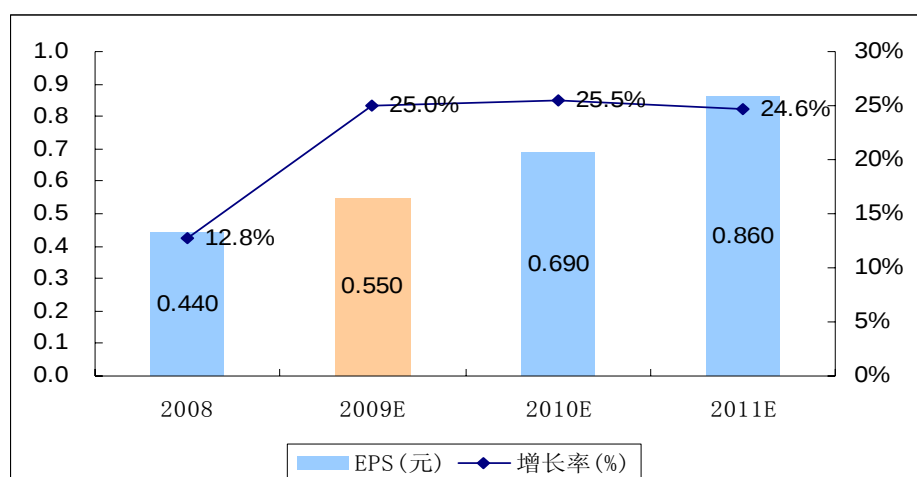
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表5: 公司08-11年盈利增长与估值比例

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.39	0.44	0.55	0.69	0.86
增长率(%)		12.8%	25.0%	25.5%	24.6%
PE(倍)	29.13	25.82	20.65	16.46	13.21
BPS(元)		3.43	Growth: 3Y		25.0%
PB(倍)		3.32	PEG		0.83

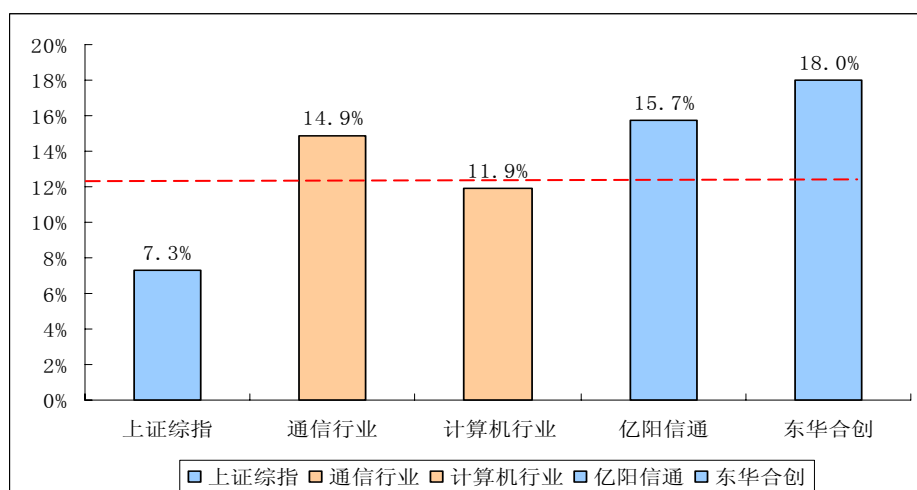
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表6: 公司未来EPS分析预测



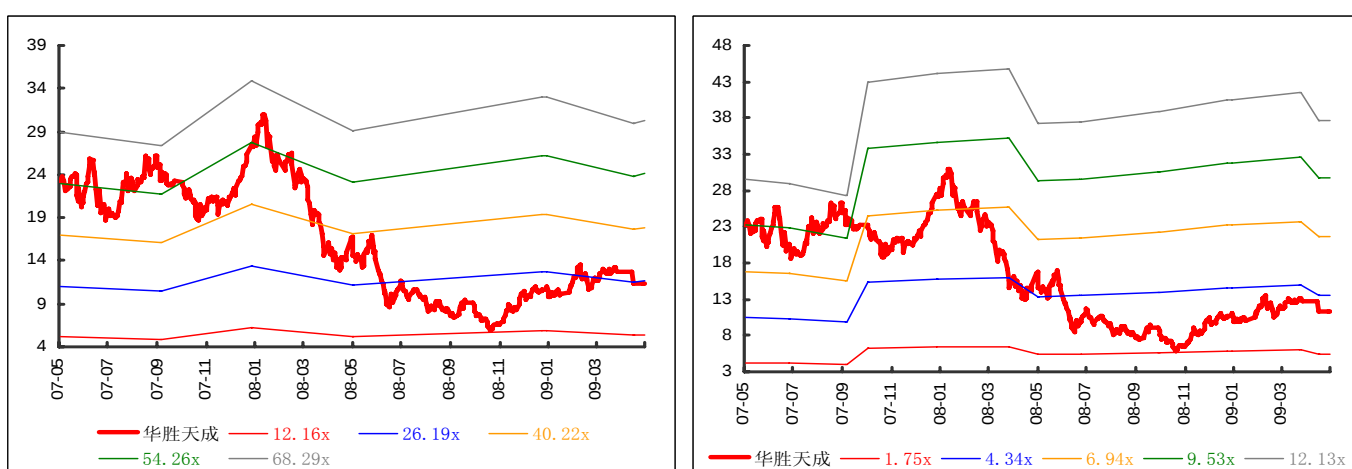
来源: 公司公告, 爱建证券研究部 (注: 按最新总股本计算)

图表7: 公司停牌期间市场、行业与同类企业涨跌幅 (平均涨幅13.6%)



来源: 爱建证券研究部

图表8: 公司历史股价及对应PB-Band/PB-Band



来源: Wind, 爱建证券研究部

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。