

其它计算机应用



张英娟 蒋婷婷

IT 行业研究员

021-38565923

zhangyj@xyzq.com.cn

华胜天成 (600410)

下游景气回升 ASL 提升软实力

华胜天成调研报告

推荐

市场数据

报告日期 2009-9-11

收盘价(元)	10.87
52周最高/最低(元)	14.27/5.90
总股本(百万股)	461.02
流通股本(百万股)	415.33
总市值(百万元)	5011.24
流通市值(百万元)	4514.66
每股净资产(元)	3.11

股价走势



相关报告

《业务牢靠，寻求提升》
2009-9-2

《3G 建设加速，驱动业绩增长——华胜天成 2008 年年报点评》 2009-3-17

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2945	3085	3433	4123
同比增长(%)	31.3%	4.7%	11.3%	20.1%
净利润(百万元)	202	238	312	442
同比增长(%)	13.3%	17.5%	31.4%	41.7%
毛利率(%)	21.0%	19.9%	21.5%	22.9%
净利率(%)	6.9%	7.7%	9.1%	10.7%
每股收益(元)	0.44	0.52	0.68	0.96
每股经营现金流(元)	0.44	0.47	0.51	0.63

投资要点

- **3G 效应开始显现：**从 6 月份开始，09 年电信运营商的 IT 设备集采开始启动，公司新增订单将陆续增多，公司增长将逐渐回归正常增速，放眼 2010 年，受益于 3G 建设加速、投资逐步推进至 IT 设备集采上，公司硬件业务增长将加速，预计该业务同比增长可达 30%以上。
- **借力 3G，“逸信通”崭露头角：**近期，随着中国移动大规模推广 3G 终端产品以及构筑 3G 网络企业移动信息化平台，“逸信通”的增长有望突破瓶颈，获得新的市场机遇。
- **收购 ASL，意义深远：**
 - 1) 明年当公司收入并表后，能够提升母公司的软件与服务业务整体收入，同时软件与服务的利润率远高于系统集成，对于母公司的净利润贡献远高于收入贡献。这为母公司逐渐转向软件服务提供商提供了重要的支撑基础。
 - 2) 保守估计，ASL 每年可以增厚母公司净利润 $5800 \times 68.4\% = 4000$ 万港币，对应母公司的 EPS 为 0.087 港币。
- **盈利预测与估值：**考虑 ASL 并表因素，预计 2009、2010 年的每股收益为 0.56 元、0.76 元；不考虑 ASL 并表因素，预计 2009、2010 年的每股收益分别为 0.52 元、0.68 元，对应的 2009 年动态市盈率为 20.1 倍，考虑到 2010 年公司的发展前景，维持“推荐”评级。

目 录

1、3G 效应开始显现	- 3 -
1.1 系统集成业务逐步稳定	- 3 -
1.2 借力 3G, “逸信通”崭露头角	- 3 -
2、收购 ASL, 意义重大	- 3 -
3、风险释疑	- 4 -
3.1 大股东减持不改公司主业方向	- 4 -
3.2 公司经营现金流充裕	- 4 -
4、盈利预测与估值	- 5 -
表、公司盈利预测结果	- 5 -
附表	- 6 -

1、3G 效应开始显现

1.1 系统集成业务逐步稳定

上半年公司系统集成业务增长远低于行业平均增速，主要受上游主要供货商 SUN 被并购事件以及下游主要客户电信运营商订单延后影响。

在前期的调研报告中，我们判断，随着 Oracle 收购 Sun 的完成，公司将成为 Oracle 整体在中国最大的合作伙伴，预计该部分业务的市场竞争力将会增强。目前公司已经与 IBM 签署了包括硬件、软件和服务在内的多项业务合作协议，成为 IBM 在华市场全线产品的最高级别合作伙伴。未来，公司不仅减少了依赖单一上游客户的风险，更能够依托更多高级别的上游供货商拓展更多的行业。

当不利影响逐渐散去，看公司未来成长，我们认为 3G 对公司的影响正在逐步释放。由于 3G 的建设首先是从通信设备集采开始，而后延至 IT 设备，再加之今年的 3G 建设普遍低于预期，因此上半年电信运营商的订单持续延后、低于公司预期。从 6 月份开始，电信运营商的 IT 设备集采开始启动，公司新增订单将陆续增多，公司增长将逐渐回归正常增速。

放眼 2010 年，受益于 3G 建设加速、逐步推进至 IT 设备集采上，公司该块业务增长将加速，鉴于今年的增速放缓，我们预计明年该业务同比可达 30% 以上。

1.2 借力 3G，“逸信通”崭露头角

公司在邮政系统信息化建设领域处于垄断地位，优势明显，该部分收入也一直是软件开发业务收入主要来源，随着公司从邮政总部到全国市场的拓展，预期公司在邮政行业的竞争优势将更加明显。

公司在电信领域的软件业务主要是业务流程优化系统、电信 BI 系统等。3G 一旦投入营运，将会对这些系统提出新的需求，因此该业务的需求释放还需看 3G 的实质进展，由于 3G 的推广尚未至系统层面，目前未形成大规模的业务收入。

“逸信通”是公司在 3G 移动信息化领域的主导产品，主要为中国移动集团公司以及 30 多家省公司提供移动 OA 中间件以及手机定制浏览器。

近期，随着中国移动大规模推广 3G 终端产品以及 3G 网络企业移动信息化平台的建设，“逸信通”的增长有望突破瓶颈，获得新的市场机遇。中国移动 3G 终端产品的增长量以及“逸信通”具体的盈利模式，我们会持续跟踪。

2、收购 ASL，意义重大

公司上半年收购了香港自动系统集团有限公司（ASL，HK0771）68.4% 的股权，

共计 203,431,896 股。目前并购事项正在全力推进中。

- 3) 从业务发展来看, ASL 对政府、金融、教育、航空、商业等行业有着丰富的经验与行业解决方案, 这些经验可以弥补母公司在软件与服务方面的缺口, 提升软实力。近期, ASL 签约公司历史上最大的订单, 为考评局提供服务、软件以及硬件, 以发展香港中学文凭考试系统, 该订单预计金额逾亿元港币, 尤为重要, 该订单主要是提供软件与服务, 明年当公司收入并表后, 能够提升母公司的软件与服务业务整体收入, 同时软件与服务的利润率远高于系统集成, 对于母公司的净利润贡献远高于收入贡献。这为母公司逐渐转向软件服务提供商提供了重要的支撑基础。
- 4) 从财务角度来看, ASL2008 年实现销售收入 14.4 亿港币, 净利润 4265 万港币, 其中人力成本约 3 亿左右, 不考虑香港市场的需求复苏和大陆市场的业务整合效应, 仅考虑合并后通过资源共享将香港公司的人力成本节约 5-10%, 那么净利润就可以达到 5800 万-7300 万港币。以此保守估计, ASL 每年可以增厚母公司净利润 $5800 \times 68.4\% = 4000$ 万港币, 对应母公司的 EPS 为 0.087 港币。
- 5) 从市场情况来看, ASL 是香港领先的 IT 服务商, 下游客户遍布政府、金融、教育、航空、商业等领域, 客户分布在港澳台及东南亚, 收购 ASL 后, 母公司可以借 ASL 平台来打开港澳台及东南亚市场, 从大陆市场走出去, 拓展更广阔的市场。

3. 风险释疑

3.1 大股东减持不改公司主业方向

近期, 公司大股东陆续减持, 引起市场的种种猜测, 截至目前, 减持股东尚有公司 12.85% 的股份。通过调研, 我们认为, 大股东的减持并非对公司业务发展前景不看好, 公司主营业务的发展大方向没有发生改变, 硬件、软件、服务依然是引领公司发展的三驾马车。

目前公司正处于一个转型期, 硬件逐渐转向高附加值、多领域, 通过收购优秀的企业提升软件的短板, 扩大市场。

3.2 公司经营现金流充裕

IT 企业通常现金流充裕, 但中报显示公司的现金流量较往年同期有一定的下降, 引发市场对公司现金流的担心。我们认为, 由于运营商 IT 设备集采订单金额较大, 通常以承兑汇票支付, 带来了现金流一定的下降, 而保证公司正常经营的现金仍

然充裕。

随着未来运营商的 IT 设备集采订单的增多,公司可以采取贴息方式提前获取承兑汇票等方式保证现金流量的充裕。

4、盈利预测与估值

公司经营稳健,一直围绕着“硬件+软件+服务”的主营业务,目前受大环境的影响,业绩增长放缓,但公司管理结构清晰,市场拓展能力出色,紧紧围绕着公司的战略展开各项业务,随着下游需求逐渐清晰明朗的复苏,未来两年业绩增长值得期待。

考虑到 ASL 并表因素,预计 2009、2010 年的每股收益分别为 0.56 元、0.76 元;不考虑 ASL 并表因素,预计 2009、2010 年的每股收益分别为 0.52 元、0.68 元,对应的 2009 年动态市盈率为 20.1 倍,考虑到 2010 年公司的发展前景,维持“推荐”评级。

表、公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2945	3085	3433	4123
增长率%	31.3%	4.7%	11.3%	20.1%
营业利润(百万元)	225	263	347	493
增长率%	14.3%	16.8%	31.8%	42.2%
净利润(百万元)	202	238	312	442
增长率%	13.3%	17.5%	31.4%	41.7%
最新摊薄每股收益(元)	0.44	0.52	0.68	0.96
每股净资产(元)	3.04	3.41	3.93	4.70
动态市盈率(倍)	23.6	20.1	15.3	10.8
市净率(倍)	3.4	3.0	2.6	2.2

数据来源:兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2562	2891	3229	3856
货币资金	881	1065	1251	1491
交易性金融资产	10	0	0	0
应收账款	342	290	326	391
其他应收款	45	48	54	64
存货	971	1175	1241	1484
非流动资产	111	104	116	126
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	14	3	4	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	65	76	86	94
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	11	13	14	16
资产总计	2674	2995	3345	3981
流动负债	1216	1376	1473	1744
短期借款	93	93	93	93
应付票据	89	103	110	131
应付账款	420	433	481	567
其他	613	747	789	953
非流动负债	37	26	27	28
长期借款	0	0	0	0
其他	37	26	27	28
负债合计	1253	1402	1500	1772
股本	419	461	461	461
资本公积	434	393	393	393
未分配利润	431	590	825	1167
少数股东权益	21	21	21	21
股东权益合计	1421	1593	1844	2209
负债及权益合计	2674	2995	3345	3981

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	202	238	323	457
折旧和摊销	12	9	11	13
资产减值准备	27	-3	9	22
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	-39	0	0	0
财务费用	-9	-33	-41	-50
投资损失	-11	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	66	-8	64	138
经营活动产生现金流量	121	218	239	304
投资活动产生现金流量	88	-1	-23	-23
融资活动产生现金流量	-29	-34	-30	-42
现金净变动	181	184	186	240

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2945	3085	3433	4123
营业成本	2326	2471	2694	3181
营业税金及附加	27	27	31	37
销售费用	254	267	307	353
管理费用	64	67	71	85
财务费用	-9	-33	-41	-49
资产减值损失	29	23	24	24
公允价值变动	-39	0	0	0
投资收益	11	0	0	0
营业利润	225	263	347	493
营业外收入	7	7	7	9
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	231	269	353	501
所得税	28	31	41	59
净利润	202	238	312	442
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	202	238	312	442
EPS (元)	0.44	0.52	0.68	0.96

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	31.3%	4.7%	12.4%	20.2%
营业利润增长率	14.3%	16.8%	36.5%	41.9%
净利润增长率	13.3%	17.5%	35.9%	41.4%
盈利能力(%)				
毛利率	21.0%	19.9%	21.6%	23.0%
净利率	6.9%	7.7%	9.3%	11.0%
ROE	14.4%	15.1%	17.7%	20.9%

偿债能力(%)

资产负债率	46.8%	46.8%	44.9%	44.5%
流动比率	2.11	2.10	2.19	2.21
速动比率	1.25	1.20	1.30	1.31

营运能力(次)

资产周转率	114.3%	108.8	109.4	113.8%
应收帐款周转率	931.6	917.9	1058.5	1091.7

每股资料(元)

每股收益	0.44	0.52	0.70	0.99
每股经营现金	0.44	0.47	0.52	0.66
每股净资产	3.04	3.41	3.96	4.75

估值比率(倍)

现金的期初余额	661	881	1065	1251	PE	23.6	20.1	15.3	10.8
现金的期末余额	842	1065	1251	1491	PB	3.4	3.0	2.6	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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

本公司和作者无关。