



上市公司年报点评

研究报告
信息服务—软件

买入 维持

华胜天成 (600410)

2010 年 4 月 15 日

营收增长受累于 SUN 重组 收购摩卡软件前景看好

6 个月目标价: 22.50 元

计算机与通信行业分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672
chenmf@htsec.com
021-23219409

华胜天成 4 月 15 日公布 2009 年报。2009 年, 公司营收同比增 13.9%; 毛利同比增 4.5%; 归属于母公司净利同比增 6.7%, EPS 为 0.41 元, 低于我们预期约 10%; 扣非后归属于母公司净利润同比下滑 19.4%, EPS 为 0.39 元。从 Q4 单季来看, 公司营收同比增 54.1%, 毛利同比增 32.0%, 归属于母公司净利润同比下降 0.1%, EPS 为 0.10 元。公司利润分配预案为 10 转增 1 派 1.5 元。Sun 营收贡献下滑以及运营商集采导致公司毛利率下滑, 最终使得公司本期扣非后盈利明显下降。

Sun 被收购拖累公司营收增长, 但营收结构继续改善。2009 年, 公司营收同比增 13.9%, 主要由 ASL 第四季度损益表并表所驱动。扣除 ASL 并表因素, 我们估计公司 2009 年营收同比增长约 5%。

分业务来看, 2009 年, 公司系统产品和系统集成业务同比增 6.9%, 软件及软件开发业务营收同比增 26.3%, 而专业服务业务营收同比增约 30%。2009 年是国内电信运营商 3G 建设高峰期, 而公司营收并未实现快速成长。我们判断除了 Sun 被收购影响公司 Sun 服务器销售及服务业务之外, 3G 用户数尚未形成规模导致运营商服务器需求滞后也是影响公司营收增长的重要因素。2010 年, 3G 用户数将高速增长, 加上中国移动强力推进云计算, 我们认为公司来自运营商的收入有望实现平稳的增长。从营收结构来看, 2009 年公司软件和服务营收占比达到 37.3%, 同比上升约 4 个百分点, 表明公司向 IT 综合服务商转型的战略正不断取得成效。政府行业是公司 2010 年可能取得突破的重要领域, 有望成为公司营收新的增长点。

就 Sun 被收购对公司的影响而言, 我们估计 2009 年公司来自 Sun 的营收同比下降幅度达到两位数, Sun 贡献的营收占比估计下降到约 20%。2010 年 1 月, Oracle 完成了对 Sun 的收购。目前, Oracle 对 Sun 服务器业务重组的详细战略仍不得而知, 但 Oracle 明确表示将在 SPARC 上加大投入, 在硬件业务上与 IBM 竞争, 意味着服务器业务仍可能是 Oracle 未来全局战略不可或缺的一部分。因此, 尽管 Sun 被收购对华胜天成的影响仍存在一定不确定性, 我们认为投资者不必过分担忧由此带来的负面影响。而且, Sun 贡献营收比重的下降也进一步降低了该风险。

2009 年, 公司新增合同 37.17 亿, 同比增约 10.8%, 为公司 2010 年营收内生增长提供了保障。ASL 将在 2010 年全年并表, 我们估计将为公司营收贡献 30% 以上的增速。这也是公司 2010 年营收增长 40% 计划的最重要保障。此外, 收购现代先锋公司以及其他可能的收购也将加速公司 2010 年营收的成长。

Sun 影响以及运营商集采拉低公司毛利率。2009 年, 公司业务综合毛利率为 19.1%, 同比下降约 1.7 个百分点。分业务来看, 2009 年公司系统产品和系统集成业务毛利率为 13.2%, 同比下降 4.5 个百分点。我们认为主要原因是高毛利率的 Sun 服务器分销业务比重下降, 电信运营商集采则进一步增大了毛利率下滑的压力。此外, ASL 的系统集成业务毛利率相对较低, Q4 并表也会影响公司该业务毛利率; 软件及软件开发业务毛利率为 21.6%, 同比上升约 5.6 个百分点, 主要原因是自有软件比重上升; 专业服务业务毛利率为 38.3%, 同比下降 2.4 个百分点, 主要原因是 Sun 服务器分销业务比重下降, 同时 ASL 服务业务毛利率较低。

展望 2010 年, 公司来自 Sun 的营收继续大幅下降可能性不大, 运营商集采对毛利率的侵蚀空间已经不大, 而公司软件与服务业务占比有望进一步提升。综合来看, 我们判断公司 2010 年综合毛利率将止跌回升。

期间费用仍属可控。2009 年, 公司销售费用同比上升约 10%, 而管理费用同比增约 58%, 均明显高于毛利增速。公司对本期管理费用高速增长的解释是 ASL 并表以及人员扩张。随着公司营收增长加速和人员扩张进入正常轨道, 我们相信公司期间费用率将趋于平稳。

表 1 华胜天成利润表预测 (万元)

	2008	4Q2009	YoY(%)	QoQ(%)	2009	YoY(%)	2010E	2011E	2012E
销售收入									
系统产品和系统集成	196278	n/a	n/a	n/a	209913	6.9	280404	322465	370835
软件及软件开发	52496	n/a	n/a	n/a	66305	26.3	86196	107746	134682
专业服务	45351	n/a	n/a	n/a	58961	30.0	110129	143168	186118
其他									
毛利率 (%)									
系统产品和系统集成	17.7	n/a	n/a	n/a	13.2		13.2	13.2	13.2
软件及软件开发	16.0	n/a	n/a	n/a	21.6		24.9	25.9	26.9
专业服务	40.6	n/a	n/a	n/a	38.3		32.7	33.2	33.7
其他									
营业收入	294544	111296	54.1	79.9	335437	13.9	476988	573637	691893
减: 营业成本	232593	90056	60.4	88.8	270711	16.4	382384	455534	543913
毛利	61951	21239	32.0	50.0	64726	4.5	94605	118103	147980
毛利率 (%)	21.0	19.1			19.30		19.83	20.59	21.39
主营业务税金及附加	2727	1408	54.6	75.2	3509	28.7	5676	7086	8879
营业费用 (销售费用)	25385	9629	35.1	68.0	28011	10.3	38094	45178	53776
营业费用/收入 (%)	8.6	8.7			8.4		8.0	7.9	7.8
管理费用	6425	4713	92.0	196.3	10169	58.3	15403	19229	24094
管理费用/收入 (%)	2.2	4.2			3.0		3.2	3.4	3.5
财务费用	-866	260	-59.2	120.6	257	-129.7	1000	1203	1451
资产减值损失	2946	847	36.5	101.3	1752	-40.5	2491	2996	3613
加: 公允价值变动收益	-3870	289	-56.5	-9,892.5	344	-100.0	0	0	0
投资收益	1067	-344	-54.6	718.5	-485	-100.0	-250	-250	-250
营业利润	22532	4328	1.9	-20.6	20886	-6.7	31691	42162	55918
营业外收入	666	879	63.0	1,462.5	1069	60.6	500	617	760
减: 营业外支出	120	-68	-1,006.3	-175.5	181	50.5	200	200	200
利润总额	23077	5275	10.3	-2.7	21774	-5.0	31991	42578	56478
减: 所得税	2846	8	-98.2	-99.1	2377	-16.5	3779	5035	6686
减: 少数股东损益	18	882	-1,259.9	-633.7	533	2,906.0	2100	2768	3671
净利润	20214	4384	-0.1	-5.8	18864	-6.0	26112	34775	46121
EPS (元)	0.44				0.41		0.57	0.75	1.00

资料来源: 公司公告、海通证券研究所预测

现金流依然充沛。截至 2009 年底, 公司应收票据和应收账款合计约为 7.2 亿, 剔除 ASL 并表影响约为 5.9 亿, 与 2009 年初相比增长约 3~4%, 与公司内生收入增速相近, 属于正常情况。公司本期经营活动产生的现金为 2.2 亿, 同比增约 8%, 同时也高于净利润水平, 表明公司现金流较为充沛。

收购现代前锋公司将强化公司自有软件产品实力。公司披露拟以 989.15 万美元收购现代前锋软件有限公司 100% 的股权。现代前锋公司主要的资产为摩卡软件公司 100% 的股权。摩卡软件公司主要为国内三大电信运营商提供 OA、BPM、BSM 和 ECM 等软件产品和相关服务。其中, 摩卡公司 OA 业务占中移动 30% 以上的市场份额。BSM 产品是 ITSM 软件的升级, 为企业提供便捷的 IT 服务管理途径。凭借华胜天成遍布全国的渠道, 我们认为摩卡软件公司的 BSM 产品具有巨大的市场潜力。现代前锋公司 2009 年净利润为 484 万, 公司本次收购对应的 2009 年市盈率水平约为 14 倍。我们判断现代前锋公司 2010 年净利润将高速增长, 今后两三年内达到数千万的净利润水平是可以预期的。

维持“买入”评级。我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元和 1.00 元。公司目前股价对应的市盈率水平略低于行业平均，而今后几年的业绩面临加速增长的机遇。我们看好公司向 IT 综合服务提供商转型的战略，从中长期角度维持“买入”的投资评级，6 个月目标价为 22.5 元，对应 30 倍的 2011 年 PE。公司股价催化剂包括可能的资产并购和高端服务市场的突破以及摩卡软件 BSM 软件销售放量。

主要不确定性。国内电信运营商 IT 开支增长可能会低于预期；Sun 的影响仍有不确定性；毛利率降幅可能会超出预期；进一步的并购可能会使业绩超预期。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、华胜天成、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。