



上市公司年报点评

证券研究报告
信息服务—软件

买入 维持

华胜天成 (600410)

2011 年 3 月 15 日

Sun 影响及运营商 IT 开支滞后致营收低于预期

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人: 蒋科
jiangk@htsec.com
021-21319474

3 月 14 日收盘价: 16.32 元 6 个月目标价: 19.20 元

事件:

公司今日公布 2010 年年报: 2010 年公司实现营业收入 40.75 亿元, 同比增 21.5%; 营业利润同比增 14.9%; 归属于母公司净利润为 2.08 亿元, 同比增 10%; 按期末股本摊薄 EPS 为 0.41 元。公司利润分配预案为 10 派 1.2。

点评:

Sun 影响延续及运营商 IT 开支滞后致营收低于预期, 合同预示成长恢复。公司本期营收同比增 21.5%, 不考虑 ASL 并表则同比下滑约 7%。2010 年, Sun 被收购对公司的负面影响仍在延续, 加上运营商的 IT 需求滞后到 Q4 释放, 导致公司 ASL 以外业务出现下滑。分业务来看, 公司本期系统集成业务营收同比增约 8%, 软件与服务业务同比增约 44%。不考虑 ASL, 公司本期系统集成业务营收同比下降约 21%, 而软件与服务业务营收同比增长约 16%。可见, 公司 ASL 以外业务下滑主要受累于系统集成业务, 公司软件与服务业务持续保持稳健的增长, 我们估计公司自有服务 2010 年增速约 30%。

公司 Q4 合同达 18.7 亿, 同比增约 30%; 2010 年全年新签合同约 45.1 亿, 同比增约 21%, 明显高于 2010 年上半年增速。我们判断 Q4 合同激增的主要原因是运营商的 IT 需求在 Q4 集中释放。

向服务转型提升毛利率。公司本期综合毛利率为 19.5%, 同比上升约 0.5 个百分点, 主要原因是毛利率较高的软件与服务业务占营收比重上升约 7 个百分点。公司未来几年仍将坚持向 IT 综合服务提供商转型的战略, 公司软件与服务业务占比将持续提升, 意味着公司综合毛利率有望持续上升。

股权激励加大费用压力, 营收加速增长缓解费用压力。公司本期营业费用和管理费用同比分别增长约 29%和 58%, 主要原因是 2010 年 ASL 并表一个季度, 而 2011 年 ASL 全年并表。公司营业费用率和管理费用率均有所上升, 原因是 ASL 以外业务营收下滑。2010 年, 公司计提了约 850 万股权激励费用。我们预计 2011 年公司将计提约 3400 万股权激励费用, 给盈利带来负面影响。鉴于公司 2010 年 Q4 订单激增, 我们预计公司 2011 年营收增速上升, 其两项费用率有望在 2011 年下降。需要指出的是, 公司在 2010 年冲回存货跌价损失 1282 万, 导致其 2010 年资产减值损失大幅下降。2011 年公司资产减值损失可能会大幅上升。

从长期角度维持“买入”投资评级。我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.65 元和 0.88 元。就营收结构而言, 近几年来, 公司软件与服务营收占比不断提升, 表明公司向服务转型的战略取得了初步进展。在云计算方兴未艾之时, 公司作为构建云基础架构所需软硬件的主要分销商, 加上自身在云计算资源调度等领域的研发, 有可能成为云计算浪潮下主要受益厂商之一。从长期角度, 我们维持公司股票“买入”的投资评级。公司可能的股价催化剂包括增发方案获批、云计算业务取得实质性进展。

主要不确定性。运营商 IT 开支增速存在低于预期的可能; 毛利率仍有下降压力。

表 1 华胜天成利润表预测（万元）

	2009	4Q2010	YoY(%)	QoQ(%)	2010E	YoY(%)	2011E	2012E	2013E
销售收入									
系统产品和系统集成	209913	n/a	n/a	n/a	226254	7.8	271505	298655	328521
其中：不考虑 ASL	194657	n/a	n/a	n/a	154503	-20.6	192578	211836	241702
ASL	15256	n/a	n/a	n/a	71751	370.3	78926	86819	86819
软件与专业服务	125266	n/a	n/a	n/a	180638	44.2	234830	305279	396863
其中：不考虑 ASL	114450	n/a	n/a	n/a	132499	15.8	177063	235958	327542
ASL	10816	n/a	n/a	n/a	48139	345.1	57767	69321	69321
其他	258	n/a	n/a	n/a	650	151.9	650	650	650
毛利率（%）									
系统产品和系统集成	13.2	n/a	n/a	n/a	10.4		10.0	10.0	10.0
其中：不考虑 ASL	13.6	n/a	n/a	n/a	10.4		n/a	n/a	n/a
ASL	8.1	n/a	n/a	n/a	10.6		n/a	n/a	n/a
软件与专业服务	21.6	n/a	n/a	n/a	30.6		30.6	30.6	30.6
其中：不考虑 ASL	30.4	n/a	n/a	n/a	35.8		n/a	n/a	n/a
ASL	18.6	n/a	n/a	n/a	16.3		n/a	n/a	n/a
其他	65.6	n/a	n/a	n/a	57.0		57.0	57.0	57.0
营业收入	335437	132288	18.9	61.6	407543	21.5	506985	604584	726034
其中：不考虑 ASL	309365				287652	-7.0	n/a	n/a	n/a
减：营业成本	270711	107502	19.4	64.6	328251	21.3	407509	480807	571207
毛利	64726	24786	16.7	49.6	79292	22.5	99476	123777	154826
毛利率（%）	19.30	18.7	-0.3	-1.5	19.46	0.2	19.62	20.47	21.32
主营业务税金及附加	3509	1208	-14.2	30.1	3559	1.4	4476	5570	6967
营业费用（销售费用）	28011	9908	2.9	16.4	36081	28.8	42850	51605	62593
营业费用/收入（%）	8.4	7.5			8.9		8.5	8.5	8.6
管理费用	10169	5273	11.9	32.6	16069	58.0	18486	21764	25772
管理费用/收入（%）	3.0	4.0			3.9		3.6	3.6	3.5
财务费用	257	230	-11.4	12.2	767	197.9	954	1137	1366
资产减值损失	1752	-845	-199.7	342.5	94	-94.6	2648	3157	3792
加：公允价值变动收益	344	1	-99.7	-142.6	-43	-112.4	0	0	0
投资收益	-485	-111	-67.9	-108.6	1326	-373.7	200	200	200
营业利润	20886	8901	105.7	101.3	24006	14.9	30262	40743	54536
营业外收入	1069	158	-82.0	84.4	530	-50.4	689	896	1165
减：营业外支出	181	54	-180.0	-38.8	157	-13.4	200	200	201
利润总额	21774	9005	105.7	103.8	24379	12.0	30752	41440	55500
减：所得税	2377	440	5182	-138.7	1182	-50.3	3607	4865	6520
减：少数股东损益	533	639	-27.6	-41.6	2439	357.6	2926	3512	4214
净利润	18864	7926	80.8	77.7	20758	10.0	24218	33063	44766
EPS（元）	0.37	0.16			0.41		0.48	0.65	0.88
净利润（不考虑 ASL）	18285	7420			17540	-4.1	20356	28429	40905
EPS(不考虑 ASL, 元)	0.36	0.15			0.35		0.40	0.56	0.81

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、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

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。