

华胜天成 (600410)

云端漫步览胜景之一：坐看云起处，转型成功时

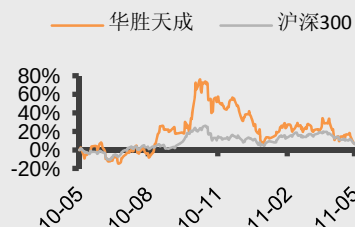
强烈推荐 (上调)

现价：13.70 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.teamsun.com.cn
大股东/持股	王维航/10.66%
实际控制人/持股	北京六所华胜高技术股份有限公司 /3.41%
总股本(百万股)	505
流通 A 股(百万股)	482
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	69.37
流通 A 股市值(亿元)	66.03
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	47.6

行情走势图



相关研究报告

调研简报：华胜天成，天成华胜（2011-2-17）

证券分析师

邵青 S1060110120017
0755-22622740
Shaoqing@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司简介：国内知名的 IT 综合解决方案提供商：

公司是国内知名的 IT 综合解决方案提供商，主营业务包括硬件及集成、软件及软件开发、IT 专业服务三部分。2008 年~2010 年，公司业务结构持续优化，毛利率较高的软件和服务业务对收入的贡献度由 33% 提高到 44%，对毛利润的贡献度由 44% 提高到 70%；综合毛利率稳定在 20% 左右。公司在客户、渠道和 IT 综合服务能力上优势突出，业绩表现有望越来越好。

■ 行业：云计算带来机遇，软件和服务占比提升

三个因素推动行业快速增长：①云计算带来新商业模式，促进 IT 服务大发展；②政府的电子政务建设加快；③企业 IT 系统更新需求释放。预计 2010-2013 年，行业规模从 2174 亿美元增长到 3095 亿美元，复合增速 14%。其中，服务的比重偏低，未来发展空间巨大。2010 年，国内服务占比 15.5%，而美国是 40.2%，我们认为，经济规模和发展阶段对 IT 服务的需求是正向促进作用，国内服务可发展的空间很大。

■ 业务：软件和服务是增长的主要驱动力：

软件：未来三年收入复合增速 22%，毛利率保持稳定，略有下滑。驱动力来自两方面：①国内软件支出增速 18%，其中电信行业增速在 20% 以上；②对 ASL 和摩卡软件的深度整合，拓展了业务项目和销售渠道。

服务：未来三年收入复合增速 30%，毛利率稳定，略有上升。驱动力来自三方面：①云计算领域的服务项目已经布局成型，将助力业绩再上台阶；②国内 IT 服务份额偏低，有加速发展趋势；③并购摩卡软件和长天科技，开拓税务新领域，也增加了如税务整体服务等高端服务项目。

■ 三大投资理由

①行业地位领先：国内领导级综合 IT 服务商，有广阔和深入的渠道，是 A 股市场配置该业态的首选；②内生和外延双轮驱动，成长性良好，净利润增速有望赶上并超过收入增速；③云计算领域占得先机，将受益其带来的新业务模式。

■ 盈利预测与估值：

预计 2011 年~2013 年，EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.82 元，增速分别为 16.9%、33.5% 和 28%。对应最新（2011-5-24 日）收盘价 13.70 元/股，PE 分别为 28、21 和 17 倍。上调评级为“强烈推荐”。风险提示：宏观经济变坏，云计算进展偏慢，公司业务整合不利。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3354	4075	4872	5807	6788
YoY(%)	13.9%	21.5%	19.5%	19.2%	16.9%
净利润(百万元)	189	208	243	324	415
YoY(%)	-6.7%	10.0%	16.9%	33.5%	28.0%
毛利率(%)	19.3%	19.5%	20.3%	20.9%	21.4%
净利率(%)	5.6%	5.1%	5.0%	5.6%	6.1%
ROE(%)	12.4%	12.6%	13.3%	15.5%	17.0%
EPS(摊薄/元)	0.37	0.41	0.48	0.64	0.82
P/E(倍)	39	33	28	21	17
P/B(倍)	4.9	4.2	3.8	3.3	2.8

正文目录

序言	4
一、 公司介绍：国内知名的 IT 综合解决方案提供商	4
1.1 主营业务：发展态势良好	4
1.2 股权结构：流通股占比高，无控股股东	5
二、 行业：受益国内 IT 支出增长，软件和服务占比上升	6
2.1 上、下游分析	6
2.2 云计算：创新商业模式，催生行业结构性转变	7
2.3 国内 IT 投入的主要力量：电信、银行和公共部门	10
三、 公司优势：客户、渠道和综合解决方案提供能力	12
3.1 客户优势	12
3.2 渠道优势	14
3.3 综合解决方案提供能力	14
四、 业务增长：服务和软件是主要驱动力	15
4.1 IT 专业服务：收入增速 30%，毛利率企稳上升	16
4.2 软件及开发：受益电信行业对软件需求的高增长，毛利率稳定	17
4.3 产品及集成：收入增速 11.7%，毛利率稳定	18
五、 盈利预测与投资评级	19
5.1 收入和盈利预测：未来三年复合增速，收入 18.5%，净利润 28%	19
5.2 投资评级：强烈推荐，目标价 16.41-17.87 元/股	21
5.3 我们和市场的不同	21
5.4 风险提示	22

图表目录

图表 1.	公司主营收入和净利润保持较快增长 单位: 亿元, %	4
图表 2.	硬件收入比重下降 单位: %	5
图表 3.	软件和服务贡献主要毛利润 单位: %	5
图表 4.	公司盈利能力稳定, 综合毛利率保持在 20%左右 单位: %	5
图表 5.	公司主要股东及持股数量表	6
图表 6.	上、下游产业分析	6
图表 7.	云计算商业模式层级示意图	7
图表 8.	全球公有云规模 2015 年到 970 亿美元 单位: 十亿美元	8
图表 9.	2010-2015 年, PaaS 服务的市场规模复合增速 99.5% 单位: 十亿美元, %	8
图表 10.	公司在云计算领域的业务布局完善	9
图表 11.	国内 IT 支出重回高增长轨道 单位: 百万美元, %	9
图表 12.	2010 年中国服务占比 15.5%	10
图表 13.	2010 年美国服务占比 40.2%	10
图表 14.	2009 年三行业占 IT 投入的 45.8%	10
图表 15.	2013 年三行业占 IT 投入的 47.1%	10
图表 16.	电信行业 IT 支出未来三年复合增速 14.8% 单位: 百万美元, %	11
图表 17.	银行业 IT 支出未来三年复合增速 11.7% 单位: 百万美元, %	11
图表 18.	城商行、政策性银行和农商行 IT 投入占比提升 单位: %	12
图表 19.	公共部门 IT 支出未来三年复合增速 14.8% 单位: 百万美元, %	12
图表 20.	公司主要客户名单列表	13
图表 21.	2008-2009 年国内各行业 IT 服务支出情况 单位: 亿元, %	13
图表 22.	电信和金融是中国 IT 服务支出最重要的行业 单位: %	13
图表 23.	近期公司主要并购事项列表	14
图表 24.	通过并购, 来自港澳台和东南亚市场的收入占比大幅增长 单位: 亿元, %	14
图表 25.	企业 IT 建设周期示意图	15
图表 26.	公司具备 IT 综合解决方案提供能力	15
图表 27.	公司非公开增发项目	16
图表 28.	近期公司云计算相关信息	16
图表 29.	IT 专业服务收入、成本预测表 单位: 百万元, %	17
图表 30.	电信行业的软件支出增速 20%以上 单位: 百万美元, %	17
图表 31.	软件及开发收入、成本预测表 单位: 百万元, %	18
图表 32.	硬件支出稳定增长 单位: 百万美元, %	18
图表 33.	产品及集成收入、成本预测表 单位: 百万元, %	19
图表 34.	公司产品销售收入预测表 单位: 百万元, %	19
图表 35.	软件和服务收入占比进一步提升 单位: %	20
图表 36.	华胜天成业绩预测摘要 单位: 百万元, 元, %	20
图表 37.	2011-2013 年, 净利润增速高于收入增速 单位: 百万元, %	20
图表 38.	分业务 EPS 贡献 单位: 百万元, 元/股	21
图表 39.	分业务估值 单位: 百万元, 元/股	21
图表 40.	我们和市场在业绩预测上的不同处	22

序言

这篇报告的目的，在于回答一个核心问题，为什么我们认为华胜天成的投资机会已经来临？简要说，两个理由：（1）云计算为 IT 服务带来巨大的增长空间，2010-2015 年，全球公有云市场规模的复合增速 45%，其中 PaaS 更是高达 99.5%；（2）公司业务转型成功的概率大，软件和服务将占收入和利润的大头，从而步入业绩释放期。我们预计公司 2011 年-2013 年的每股收益分别为 0.48 元、0.64 元和 0.82 元，并认为其合理价格为 16.41-17.87 元/股，即对应 2012 年 25.7-26.8 倍的 PE。相对最新（2011-5-24 日）收盘价 13.70 元，有 20%-25% 的涨幅。

一、公司介绍：国内知名的 IT 综合解决方案提供商

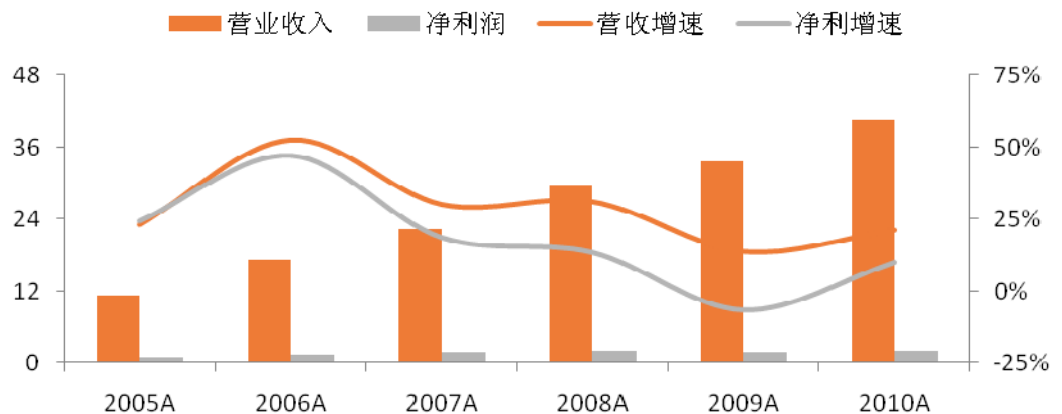
1.1 主营业务：发展态势良好

华胜天成（600410）是国内知名的 IT 综合解决方案提供商，主营业务包括硬件与集成、软件及软件开发、IT 专业服务三部分。销售渠道覆盖整个大中华区域和部分东南亚国家，2010 年底，员工总数近 4700 人，其中技术人员占 72%，销售人员占 14%。

■ 收入和净利润保持增长

2005-2010 年，公司收入从 11.3 亿元增加到 40.7 亿元，CAGR 为 29%；净利润从 1.0 亿元增加到 2.1 亿元，CAGR 为 15%。

图表1. 公司主营收入和净利润保持较快增长 单位：亿元，%

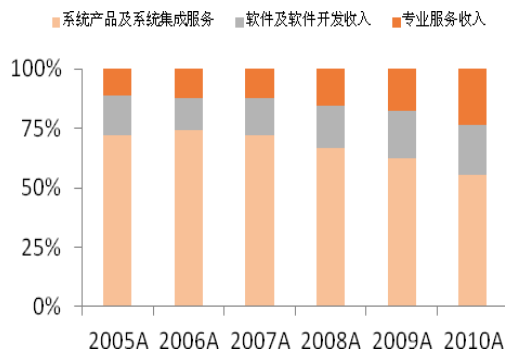


资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

■ 业务结构优化，盈利能力稳定

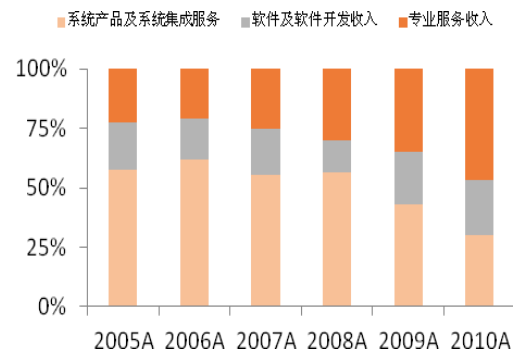
高毛利率的软件和服务业务对收入和毛利润的贡献度不断提升。2005-2010 年，收入的贡献度从 27.7% 提升到 44.4%；毛利润的贡献度从 42.5% 提升到 70.1%，占主体地位。

图表2. 硬件收入比重下降 单位：%



资料来源：公司公告

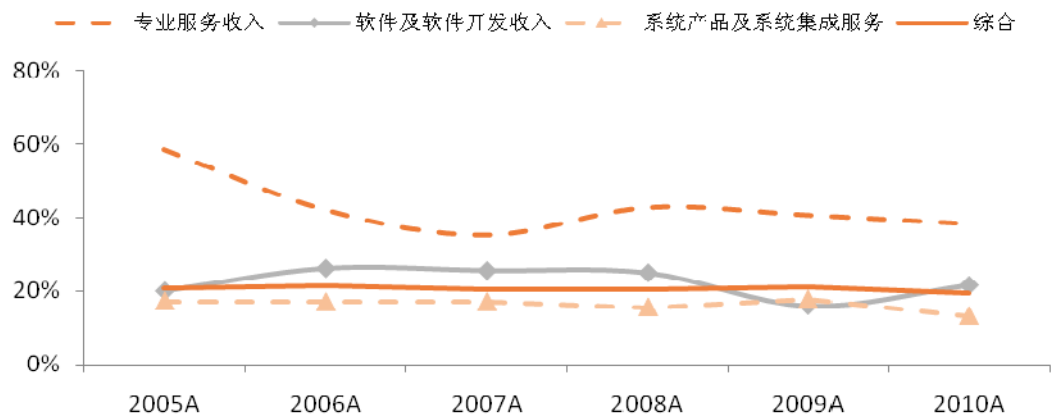
图表3. 软件和服务贡献主要毛利润 单位：%



资料来源：公司公告

综合毛利率稳定，维持在 20% 左右。尽管三项业务的毛利率有所下滑，但得益于业务结构优化，公司的盈利能力基本稳定。

图表4. 公司盈利能力稳定，综合毛利率保持在20%左右 单位：%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

1.2 股权结构：流通股占比高，无控股股东

公司总股本 5.05 亿股，其中流通 A 股 4.82 亿，占比 95.4%；按最新收盘价，公司总市值 75 亿元，其中流通市值 71 亿元，能容纳的资金量较大，且进出便利，无限售股解禁的隐忧。

公司股权分散，根据 2011 年一季报，前十大股东合计持股 2.01 亿股，占比 40%，无控股股东。在经历创始股东年初密集减持之后，创始股东合计所占股份比例已经下降为 25% 左右。我们判断，为保持对公司的控制权，创始股东未来继续减持的意愿应该不强，本年度或无减持压力。

图表5. 公司主要股东及持股数量表

股东名称	持股数量（百万股）	持股比例（%）
王维航	53.8	10.7
胡联奎	25.4	5.0
刘建柱	25.0	5.0
刘明	24.9	4.9
北京华胜计算机	23.0	4.6
刘燕京	21.1	4.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

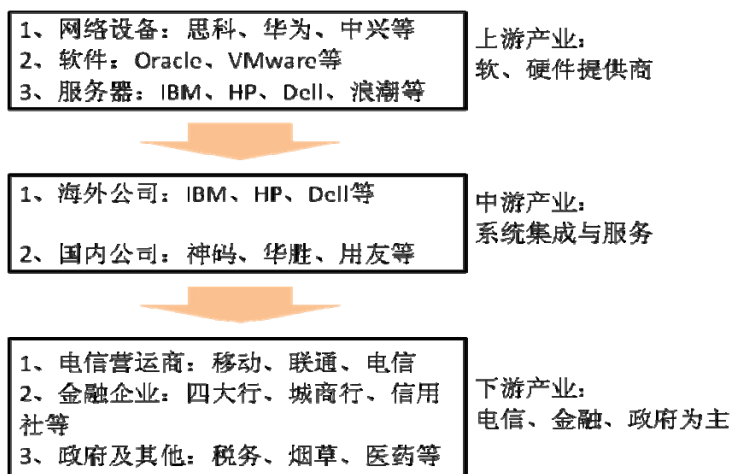
二、行业：受益国内 IT 支出增长，软件和服务占比上升

IT 系统集成和服务这个行业的发展与 IT 支出紧密相关。我们判断，企业盈利好转、政府信息化投入加大、云计算落地三个因素，将会推动 IT 支出增长。并且随着 IT 应用深入，软件和服务的份额将上升。我们认为，行业中的优势企业、软件和服务份额加重的企业，有投资机会。这是我们看好华胜天成的大逻辑。

2.1 上、下游分析

上游产业为数据库软件及存储、网络等硬件设备生产商，下游为对 IT 系统有需求的各行各业。

图表6. 上、下游产业分析



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

公司的上下游都比较分散，对公司发展的制约不大。上游的每个细分子行业里都有 3-4 家大型企业参与，很难形成价格垄断。公司与上游 40 多家跨国企业建立了长期合作伙伴关系，软件 and 设备的采购价格有下降趋势。下游涉及众多行业，但公司的客户主要在电信、金融和物流/交通领域，合作时间长达十几年。

2.2 云计算：创新商业模式，催生行业结构性转变

■ 云计算是技术创新，更是商业模式的创新

云计算是一种使人们通过互联网从远程服务器获取计算服务、按任务来分配计算资源的技术架构，具有四个特征：大规模、可扩展、高弹性、超稳定。云计算是对传统计算和存储原则的重大突破。

云计算引发了计算生态系的规则重建，引入了更多的商业模式。目前，按照典型的服务类型和层级，分为基础设施即服务（IaaS）、平台即服务（PaaS）、软件即服务（SaaS）以及更广阔的“沟通和社交应用”（Communications & Social Applications），形成四个层面的蓝图。

图表7. 云计算商业模式层级示意图



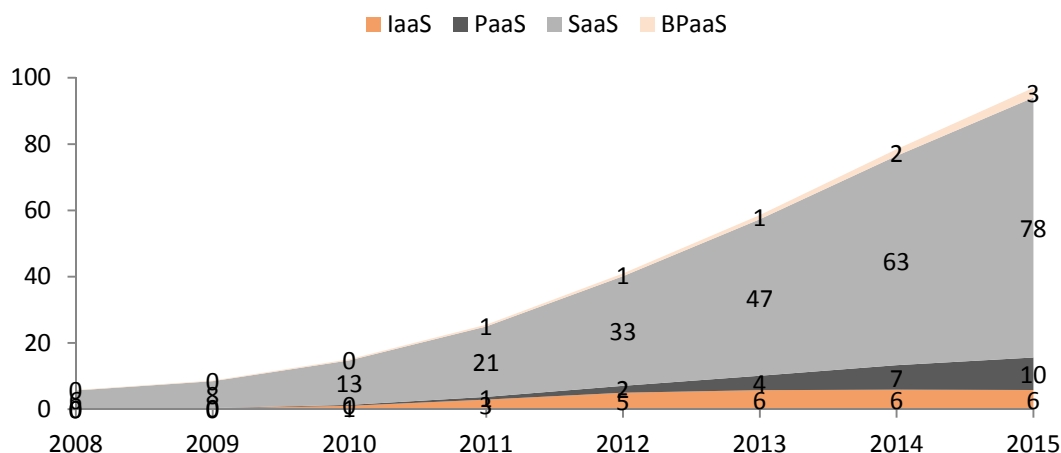
资料来源：Horn Group，平安证券综合研究所

■ 云计算是国家战略新兴产业的方向，市场空间大

政策扶持给力。国家发改委、工信部、科技部等共同起草的《加快发展高技术服务业的指导意见》中，云计算被作为未来高技术服务业的主角。北京、上海、深圳、杭州、无锡，作为第一批指定的云计算试点城市，今年都有云计算应用项目落地，如北京的祥云、上海的华云。

Forrester 预计 2010-2015 年，全球公有云规模从 150.8 亿美元增加到 970 亿美元。在四项服务业务中，SaaS 服务的份额最大，有 780 亿美元，占比 81%；PaaS 服务的增速最快，2010-2015 年的 CAGR 为 99.5%。

图表8. 全球公有云规模2015年到970亿美元 单位：十亿美元



资料来源: Forrester, 平安证券综合研究所

图表9. 2010-2015年, PaaS服务的市场规模复合增速99.5% 单位: 十亿美元, %

	市场规模 (单位: 十亿美元)		市场份额 (%)		
	2010	2015	2010	2015	CAGR
BPaaS	0.35	2.93	2%	3%	53.0%
SaaS	13.4	78.43	89%	81%	42.4%
PaaS	0.31	9.8	2%	10%	99.5%
IaaS	1.02	5.82	7%	6%	41.7%
合计	15.08	96.98	100%	100%	45.1%

资料来源: Forrester, 平安证券综合研究所

■ 云：正在发生的改变，公司有望率先受益

随风潜入夜，润物细无声。虽然云计算技术目前在国内还处于启动期，但已有企业将内部 IT 系统改造成“私有云”形态。例如，华胜天成完成的服务于中国移动信息化 PaaS 服务平台，为中国移动全国 30 多万员工提供服务；在邮政领域，华胜天成将 EMS 系统、物流系统、支付网关系统、合作伙伴系统、CRM 系统等诸多系统进行有效整合，为中国邮政的数十万名员工和上亿客户提供内部和公共服务。

我们认为，云的落地不是突然发生、短期完成的，而是日积月累，是正在发生的改变。公司作为国内知名的 IT 综合服务提供商，在云计算领域的业务布局完善，覆盖数据中心的运维、管理，以及云计算的 IaaS、PaaS 和 SaaS 服务，将在云的普及中率先受益。

图表10. 公司在云计算领域的业务布局完善

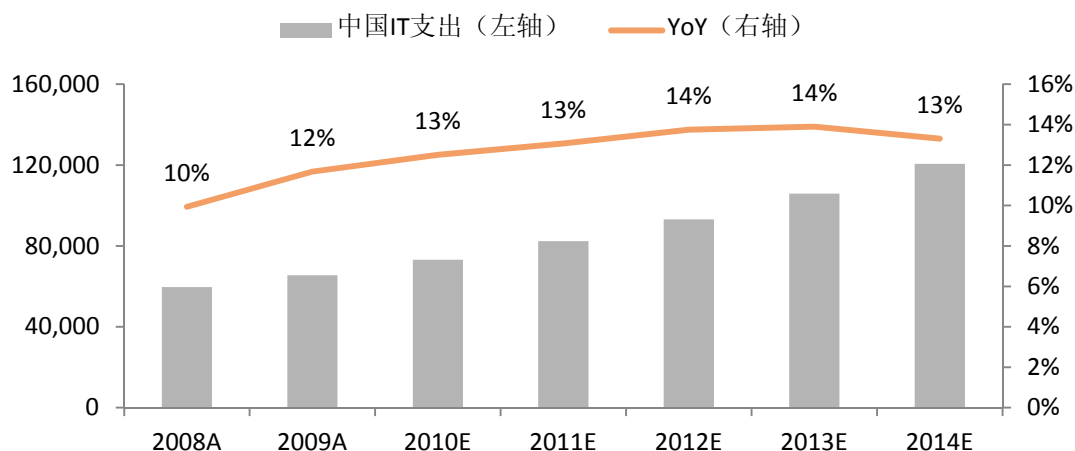


资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

国内服务和软件的比重上升，有利公司转型

国内 IT 支出重回高增长轨道。在国内企业 IT 系统更新需求陆续释放、政府的电子政务建设这两个因素的推动下，预计 2011–2013 年，中国 IT 支出由 823.5 亿美元增长到 1059.1 亿美元，复合增速 13.1%。

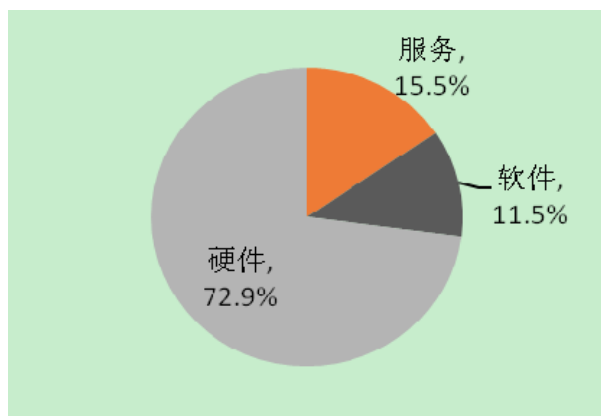
图表11. 国内IT支出重回高增长轨道 单位：百万美元，%



资料来源：PAC，平安证券综合研究所

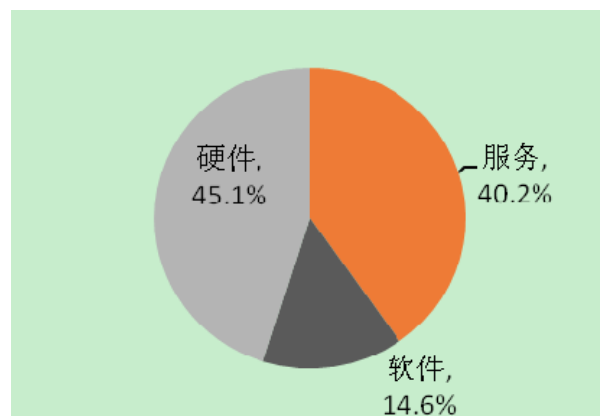
服务的比重偏低，未来发展空间巨大。据 PAC 的数据，2010 年，国内 IT 支出中服务占比 15.5%，软件占比 11.5%。我们认为，经济规模和发展阶段对 IT 服务的需求是正向促进作用，对比在美国服务占比 40.2%，软件占比 14.6%，我们判断，随着国内 IT 应用的深入，国内服务可发展的空间很大。

图表12. 2010年中国服务占比15.5%



资料来源: PAC, 平安证券研究所

图表13. 2010年美国服务占比40.2%

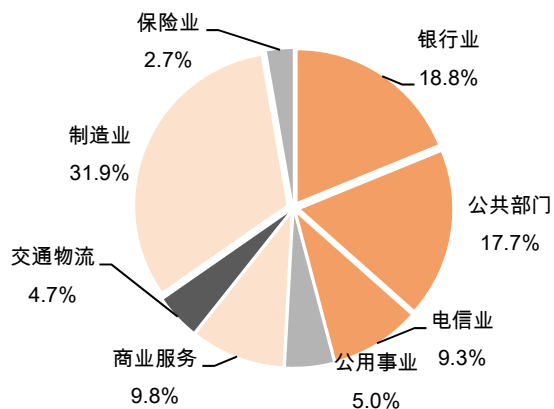


资料来源: PAC, 平安证券研究所

2.3 国内 IT 投入的主要力量：电信、银行和公共部门

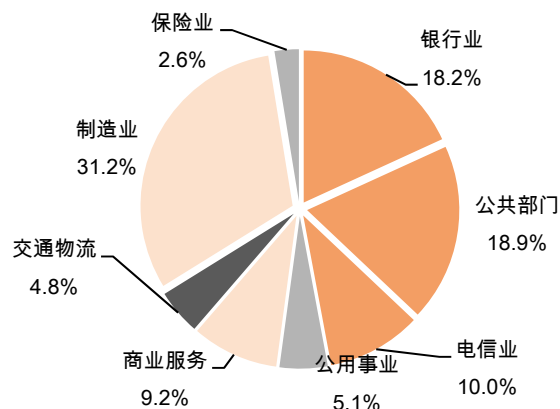
电信、银行和公共部门的业务流程高度依赖 IT 基础设施和运维，是国内 IT 支出的主要力量。2009 年，三者合计占国内 IT 总投入的 45.8%，预计到 2013 年，份额进一步提高到 47.1%，增加 1.3 个百分点。

图表14. 2009年三行业占IT投入的45.8%



资料来源: PAC, 平安证券研究所

图表15. 2013年三行业占IT投入的47.1%

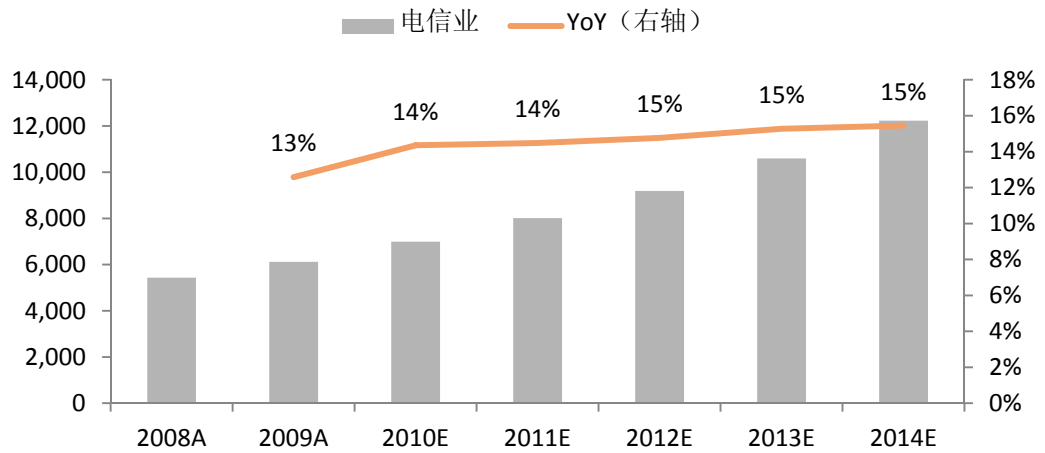


资料来源: PAC, 平安证券研究所

■ 电信行业：复合增速 14.8%

2010-2013 年，预计国内电信行业 IT 支出由 70 亿美元增加到 106 美元，复合增速 14.8%，有加速发展的趋势。

图表16. 电信行业IT支出未来三年复合增速14.8% 单位：百万美元，%

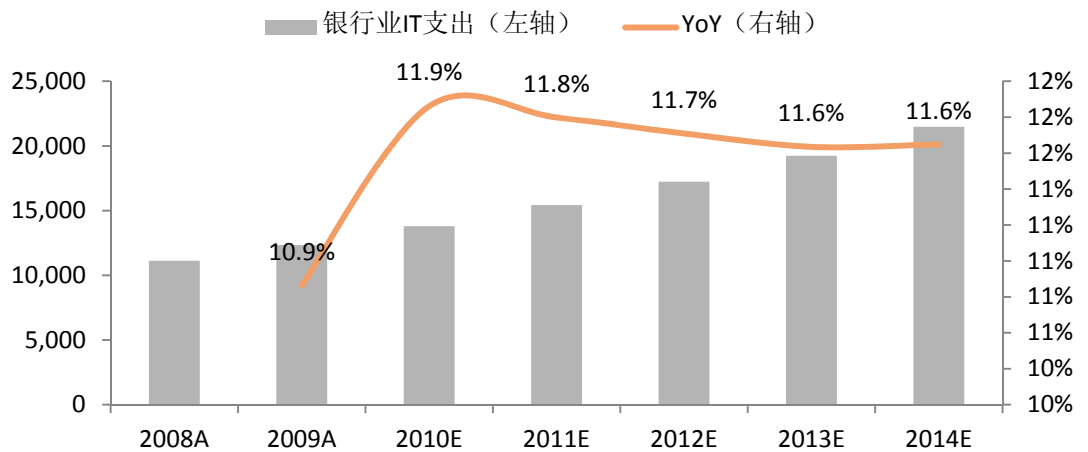


资料来源：PAC，平安证券综合研究所

■ 银行业：复合增速 11.7%

2010-2013 年，预计 IT 支出从 138 亿美元增加到 192 亿美元，复合增速 11.7%。

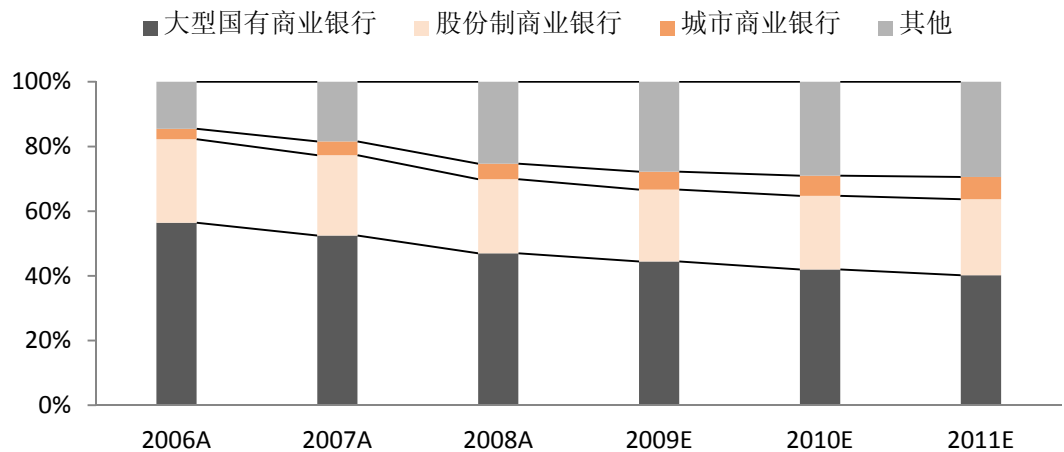
图表17. 银行业IT支出未来三年复合增速11.7% 单位：百万美元，%



资料来源：PAC，平安证券综合研究所

中小银行是银行业 IT 投入增加的动力，其所占份额从 2008 年的 30%，上升到 2011 年的 36%。大型商业银行 IT 投入增长平稳，占比下滑。

图表18. 城商行、政策性银行和农商行IT投入占比提升 单位： %



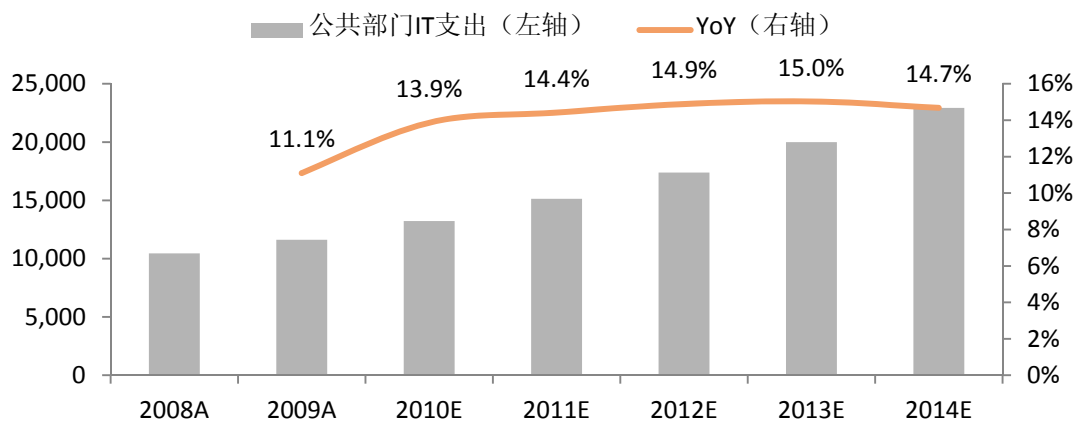
注：其他中主要是政策性银行和农村信用社等

资料来源：Celent，平安证券综合研究所

公共部门：复合增速 14.8%

2010-2013 年，预计国内公共部门（包括政府部门、医疗、社保和国防）IT 支出由 132 亿美元增加到 200 亿美元，复合增速 14.8%。

图表19. 公共部门IT支出未来三年复合增速14.8% 单位：百万美元， %



资料来源：PAC，平安证券综合研究

三、公司优势：客户、渠道和综合解决方案提供能力

3.1 客户优势

公司有本土化优势，能更好的理解客户需求，且公司客户集中在电信、金融、政府等 IT 服务支出大的行业。公司在国内已经和上千家客户建立商业关系，覆盖电信、邮政、金融、政府、教育、制造、能源、交通、军队等领域。根据工信部和赛迪顾问的统计，公司在中国 IT 服务市场排名第五（前五

依次为 IBM、HP、神州数码、浪潮集团、华胜天成)，在电信行业排第一。从收入来看，公司接近 50% 的收入来自电信，超过 20% 的收入来自金融和政府部门。

图表20. 公司主要客户名单列表

行业/领域	客户名单
电信	中国移动、中国联通、中国电信、印尼 CSM、印尼电信、Tbk 等
金融	中国银联、四大行、农行、民生银行、华夏银行、深发展、嘉实基金、中国进出口银行、兴业银行、东亚银行、渣打银行、德意志银行宁波银行、中国外汇交易中心等
政府部门	中国邮政、质检总局、卫生部、北京市政府、地震局、二炮装备研究院、广东省教育厅、国土资源部等

资料来源：公司资料，平安证券研究所

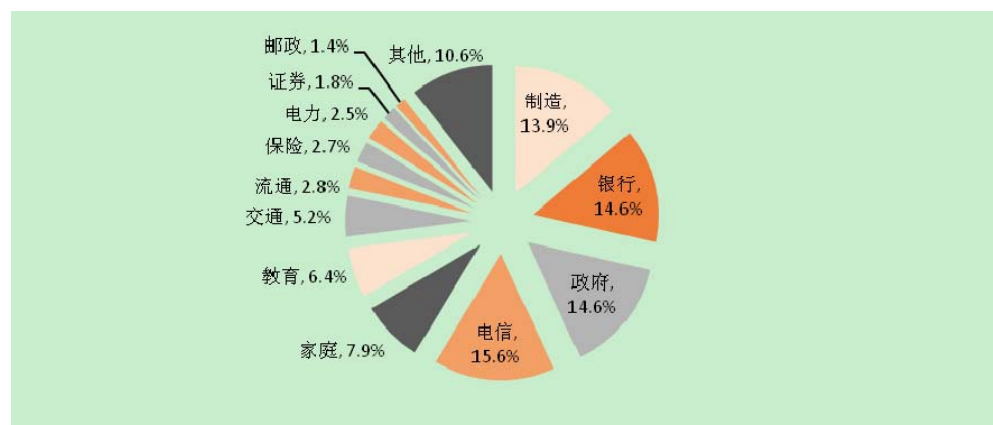
从历史上看，金融和电信是 IT 服务支出最重要的行业。面向未来，随着过去金融和电信行业内部工作流电子化进程的结束，金融企业和电信运营商将更多面向客户的工作流搬到 IT 系统上来，提供更多互联网化的 CRM（客户关系管理）服务；同时，建设 IDC（大规模数据中心）提供计算基础设施服务，被电信运营商视为获取业务增长的转型机会，从传统上的成本中心转为利润中心。我们预计，这两个行业基本面的转变，将很大程度上利好具有既定客户关系的公司。

图表21. 2008-2009年国内各行业IT服务支出情况 单位：亿元，%

行业	2008A	2009A	YoY
银行	178.9	209.2	16.9%
保险	32.0	39.1	22.1%
证券	23.1	26.4	14.1%
电力	31.3	35.7	14.1%
电信	187.7	223.9	19.3%
家庭	100.2	113.4	13.2%
建筑	10.7	12.0	12.1%
交通	64.2	75.3	17.3%
教育	81.8	92.4	13.0%

资料来源：CCID，平安证券研究所

图表22. 电信和金融是中国IT服务支出最重要的行业 单位：%



资料来源：CCID，平安证券综合研究所

3.2 渠道优势

公司建立了覆盖大中华和东南亚的销售、服务渠道。公司建立了覆盖全国的销售、服务网络，并通过并购活动实现了对渠道的进一步扩展，例如，通过并购香港 ASL 和摩卡软件公司，公司拓展了港澳台和东南亚的市场；通过并购长天科技，公司进一步完善国内的销售渠道。广泛的销售渠道和完善的服务渠道，使得公司在行业中处于领先地位。

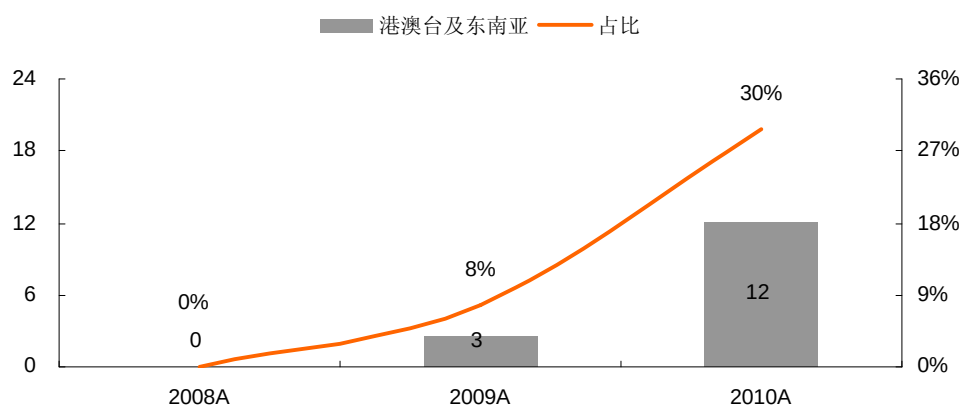
图表23. 近期公司主要并购事项列表

时间	投资对象	并购金额	简要点评
2010年	摩卡软件	989 万美元	1、构建软件和应用集成能力； 2、打开东南亚市场
2010年	长天科技	5 千万人民币	1、通过行业整合减少竞争对手； 2、扩展销售渠道和技术队伍
2009年	香港 ASL	2.6 亿港元	1、扩展公司在东南亚市场的销售渠道； 2、成为覆盖整个大中华区域的 IT 服务商

资料来源：公司资料，平安证券研究所

来自港澳台和东南亚市场的收入大幅增长，2010 年占总收入的 30%。

图表24. 通过并购，来自港澳台和东南亚市场的收入占比大幅增长 单位：亿元， %

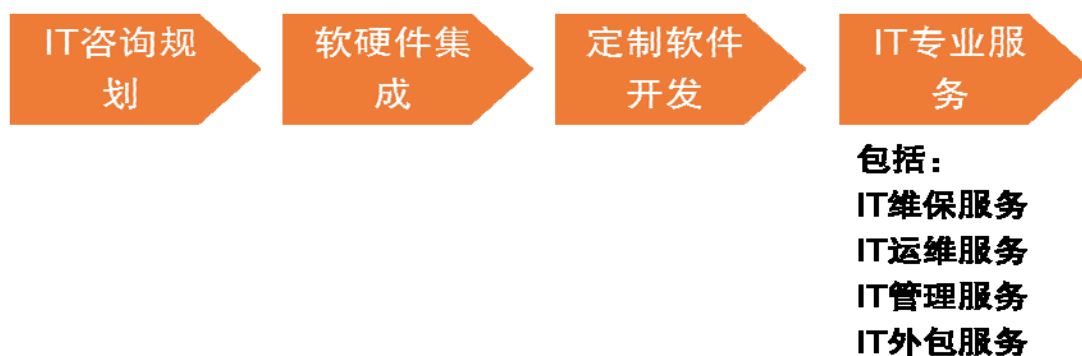


资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

3.3 综合解决方案提供能力

企业 IT 建设的生命周期一般包括四个部分：IT 咨询规划、软硬件集成、定制软件开发和 IT 专业服务。

图表25. 企业IT建设周期示意图



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

公司业务覆盖全产业链，综合解决方案提供能力业已成就。公司成立之初主要以软硬件集成为主，历年来，业务结构逐渐向软件开发和服务倾斜。目前，以后台的知识管理、项目管理、研发实力为基础，以资本运作为辅助手段，以硬件及集成、软件及开发、IT 服务三项业务为支柱，共同构建了综合解决方案的大厦。

IT Value 数据显示，企业越来越重视 IT 服务的质量和一致性，对参与者资质、规模、资金和品牌的要求提升。随着知识管理的重要性提高，以及客户对系统稳定和售后服务的要求提高，行业的竞争门槛在提升，能提供综合解决方案的企业在竞争中占有先机。

图表26. 公司具备IT综合解决方案提供能力

资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

四、业务增长：服务和软件是主要驱动力

公司成立之初主要以硬件产品分销与系统集成为主，但正在逐渐转型为软件和 IT 服务为主，这也和发展战略（做“中国卓越的信息技术服务企业”）相符。近期，公司一些最新事项值得关注，我们认为这增加了公司转型成功的概率。

- 拟非公开增发不超过 5000 万股，每股发行价不低于 11.56 元，募集不超过 5.73 亿元的资金，投入到 IT 服务领域。此举不仅表明公司转型的决心，也给软件和 IT 服务业务带来跨越式增长的机会。

图表27. 公司非公开增发项目

项目名称	拟投入募集资金（亿元）
云计算环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目	1.94
面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案	1.60
数据治理软件及行业解决方案	0.92
软硬一体化的 IT 资源和机房监控产品研发及推广项目	0.60
合计	5.06

资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 云计算潮流占先机。2010 年，公司已针对云计算制定了“揽胜行动”计划，通过①推动建立“云计算”产业联盟、②帮助客户实现从传统数据中心向云模式的转变，在云计算落地实施中占有先机。

图表28. 近期公司云计算相关信息

日期	事项	备注
2011-4	获 VMware “2010 年度最佳行业解决方案合作伙伴” “2010 年度最佳虚拟桌面解决方案合作伙伴”	VMware 是全球领先的虚拟化和云基础架构提供商，为超过 19 万家客户提供解决方案实现云计算。
2011-4	推出云安全产品“云泰”（Cloud-key）V1.0	云泰既能为云计算服务提供商提供安全访问控制服务，也能单独构成应用级安全的云计算服务中心。
2011-5	首个国家级物联网创新与应用推广中心落户公司	与工信部软件和集成电路促进中心（CSIP）共创，在项目申报、技术创新、推广应用、知识产权、人才培养等方面开展合作。

资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.1 IT 专业服务：收入增速 30%，毛利率企稳上升

有利因素：

- 云计算领域的业务布局已成型，助力业绩再上新台阶。通过两个维度组网：一是服务层次从低端到高端，即从云计算数据中心的建设、运营，逐渐向 IaaS、PaaS 和 SaaS 等高端领域扩展；另一个是通过并购和建立合作伙伴关系，延伸公司的触角；
- 并购摩卡软件和长天科技，不仅帮助公司打进税务领域，也使公司拓展了服务项目，如业务流程服务、税务整体服务、存储备份服务等。
- 预计国内 IT 服务支出的增速 15%，随着 IT 应用深入，IT 服务的比重将上升，未来加速发展的概率大。

综上所述，我们认为，公司业务覆盖的广度和深度都有提高，新业务和新领域将帮助服务业务延续过往的高增长态势，增速 30% 以上概率大。

毛利率：企稳回升，接近 39%。随着人员效率的提升，以及咨询和综合解决方案等高端服务占比的增加，毛利率将小幅增加。对比 IBM 类似业务 60%~70%的毛利率，公司可以改善的空间很大。

基于以上信息，我们判断 IT 服务未来三年收入增速分别为 30.5%、31.5%和 28%，毛利率分别为 38.5%、38.8%和 38.9%。

图表29. IT专业服务收入、成本预测表 单位：百万元，%

IT专业服务	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	454	590	962	1255	1651	2113
YoY	68.8%	30.0%	63.1%	30.5%	31.5%	28.0%
成本	270	364	594	772	1010	1292
YoY	74.9%	35.2%	63.1%	29.9%	30.9%	27.9%
毛利率	40.6%	38.3%	38.2%	38.5%	38.8%	38.9%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

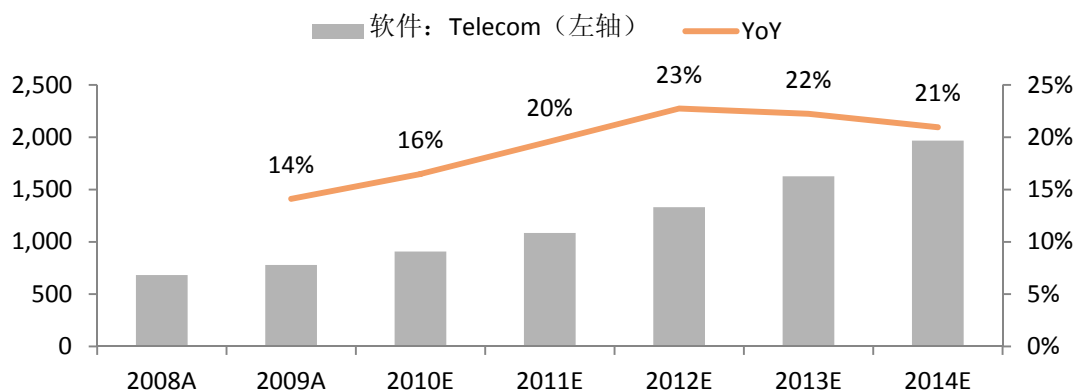
4.2 软件及开发：受益电信行业对软件需求的高增长，毛利率稳定

有利因素：

- 国内 IT 支出中软件部分增速较高，18%，其中电信行业增速更在 20%以上；
- 随着对 ASL 和摩卡软件的进一步整合，销售渠道上，港澳台和东南亚市场有望成为拉动软件业务增长的新动力；业务上，增加了 OA 办公软件、协同管理等项目，为增长注入新动力。

综上所述，我们认为，软件及开发业务将延续 20%以上的增速。

图表30. 电信行业的软件支出增速20%以上 单位：百万美元，%



资料来源：PAC，平安证券综合研究所

毛利率：稳定在 22%左右，略有下滑。理由：①香港 ASL 软件公司的毛利率偏低，可能拉低整体毛利率；②软件开发收入主要是定制软件开发收入，人力投入大，虽然随着知识管理能力提升，复制性有望增加，从而带动毛利率上升。但本着审慎的态度，还要进一步观测。

基于以上信息，我们判断软件及开发未来三年收入增速分别为 25.5%、22%和 18%，毛利率分别为 22.4%、22%和 21.6%。

图表31. 软件及开发收入、成本预测表 单位：百万元，%

软件及软件开发	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	525	663	844	1059	1292	1525
YoY	49.1%	26.3%	27.3%	25.5%	22.0%	18.0%
成本	441	520	658	822	1007	1195
YoY	66.9%	17.9%	26.6%	24.9%	22.5%	18.6%
毛利率	16.0%	21.6%	22.0%	22.4%	22.0%	21.6%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.3 产品及集成：收入增速 11.7%，毛利率稳定

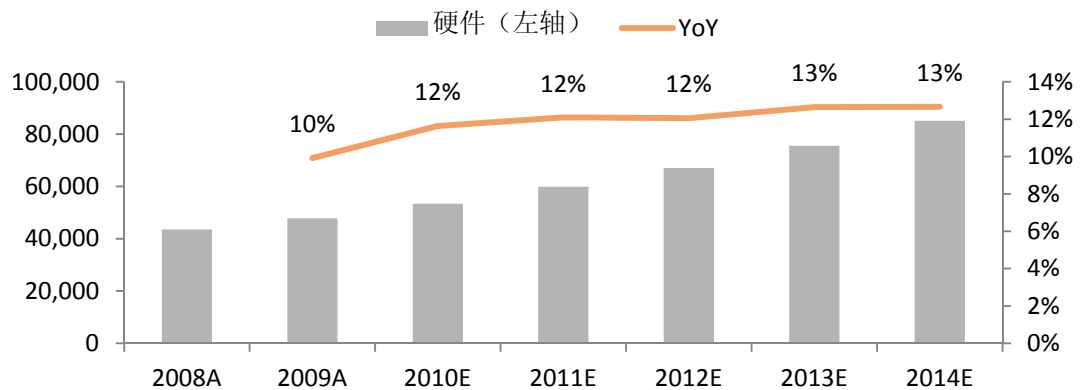
产品及集成主要是产品的总代、增值分销，系统集成等业务的收入，与硬件相关度大。

有利因素：

- 在克服金融危机的不利影响后，国内宏观经济保持较快速度增长，被延后的 IT 系统更新需求在未来 2-3 年陆续释放；
- 国家十二五规划加快信息化建设，政府加大 IT 投入；
- 云计算环境下的系统集成出现新模式，例如由提供一次性采购变为持续的服务，从而为业务发展提供更持久的动力。

综上，我们预计国内 IT 支出中硬件部分维持稳定增长，而产品及集成的收入随之增长。

图表32. 硬件支出稳定增长 单位：百万美元，%



资料来源：PAC，平安证券综合研究所

毛利率：基本稳定，略有下滑。产品及集成的毛利率从 2005 年的 17% 降至 2010 年的 10.4%，主要原因：①Sun 被收购后，公司上游硬件设备采购商变为 Dell 和 HP，能拿到的折扣变少；②竞争加剧，下游客户为降低费用而压价。我们认为，10.4% 的毛利率已经低于超市，从行业盈利的角度来看，再下降的空间已不大。

基于以上信息，我们判断产品及集成未来三年收入增速分别为 13%、12% 和 10%，毛利率分别为 10.5%、10% 和 9.5%。

图表33. 产品及集成收入、成本预测表 单位：百万元，%

系统集成收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	1963	2099	2263	2557	2864	3150
YoY	21.1%	6.9%	7.8%	13.0%	12.0%	10.0%
成本	1615	1822	2027	2288.69	2577.65	2851.16
YoY	18.0%	12.8%	11.3%	12.9%	12.6%	10.6%
毛利率	17.7%	13.2%	10.4%	10.5%	10.0%	9.5%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

五、盈利预测与投资评级

预计华胜天成（600410）2011年-2013年的每股收益分别为0.48元、0.64元和0.82元，对应最新（2011-5-24）收盘价13.70元，对应的PE分别为28倍、21倍和17倍。按照分业务估值，我们认为，公司合理价格为16.41-17.87元/股，相对最新价格13.70元/股，有20%~25%的涨幅，上调投资评级为“强烈推荐”。

5.1 收入和盈利预测：未来三年复合增速，收入18.5%，净利润28%

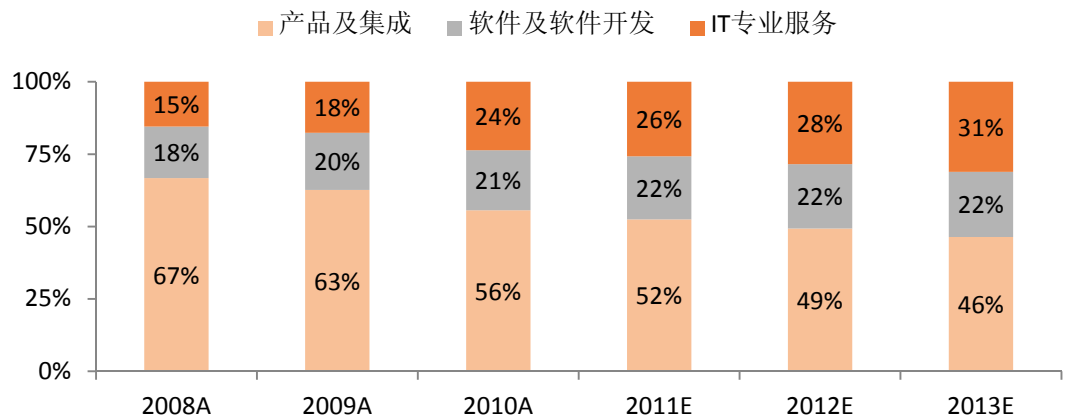
预计华胜天成（600410）2011年-2013年的营业收入分别为48.7亿元、58.1亿元和67.9亿元，增速分别为19.5%、19.2%和16.9%，CAGR为18.5%。公司的主营业务中IT专业服务的增速最快，复合增速30%；产品及集成的增速最慢，复合增速11.7%。

图表34. 公司产品销售收入预测表 单位：百万元，%

分业务收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2011~2013的CAGR
产品及集成	1963	2099	2263	2557	2864	3150	
YoY	21.1%	6.9%	7.8%	13.0%	12.0%	10.0%	11.7%
软件及软件开发	525	663	844	1059	1292	1525	
YoY	49.1%	26.3%	27.3%	25.5%	22.0%	18.0%	21.8%
IT专业服务	454	590	962	1255	1651	2113	
YoY	68.8%	30.0%	63.1%	30.5%	31.5%	28.0%	30.0%
收入合计	2,945.44	3,354.37	4,075.43	4871.82	5807.17	6788.42	
YoY	31.3%	13.9%	21.5%	19.5%	19.2%	16.9%	18.5%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表35. 软件和服务收入占比进一步提升 单位：%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

预计 2011 年~2013 年，净利润分别为 2.43 亿元、3.24 亿元和 4.15 亿元，增速分别为 16.9%、33.5% 和 28.0%，CAGR 为 28%；每股收益分别为 0.48 元、0.64 元和 0.82 元。

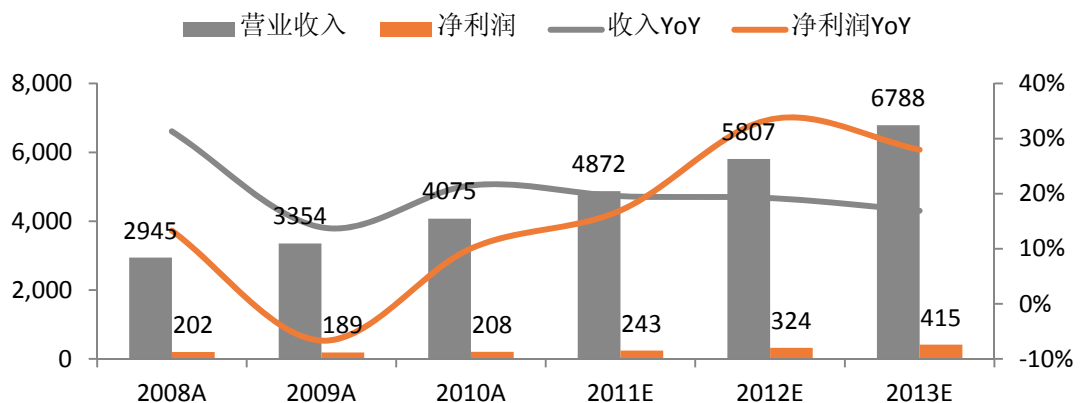
图表36. 华胜天成业绩预测摘要 单位：百万元，元，%

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	3354	4075	4872	5807	6788
YoY(%)	13.9%	21.5%	19.5%	19.2%	16.9%
净利润（百万元）	189	208	243	324	415
YoY(%)	-6.7%	10.0%	16.9%	33.5%	28.0%
毛利率（%）	19.3%	19.5%	20.3%	20.9%	21.4%
净利率(%)	5.6%	5.1%	5.0%	5.6%	6.1%
ROE(%)	12.4%	12.6%	13.3%	15.5%	17.0%
EPS(摊薄/元)	0.37	0.41	0.48	0.64	0.82

资料来源：公司资料，平安证券研究所

在我们的盈利预测中，净利润的增速要高于收入的增速，主要是业务结构优化，公司整体盈利能力增强的结果。

图表37. 2011-2013年，净利润增速高于收入增速 单位：百万元，%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

5.2 投资评级：强烈推荐，目标价 16.41-17.87 元/股

我们认为，三个因素支持投资华胜天成：

- **行业地位领先：**公司是国内知名的综合 IT 服务商，有广阔和深入的渠道，是投资该业态的首选标的。按 IT 服务收入规模，国内市场公司排第五，但在 A 股上市公司中排第一。
- **内生和外延双轮驱动，成长性良好。**业务结构持续优化，高毛利的 IT 服务和软件开发在收入中占比上升，净利润增速有望赶上并超过收入增速。
- **公司大力投入云计算，并取得领先，**将受益其带来的商业模式创新，打开新的业务空间。

对于公司的估值，我们采用分业务估值的方法。

- 采用毛利润占比来确定各业务的 EPS 贡献。

图表38. 分业务EPS贡献	单位：百万元，元/股		
毛利润（单位：百万元）	2011E	2012E	2013E
IT 专业服务	483	641	821
软件及软件开发	237	285	330
系统集成收入	268	286	299
分业务 EPS 贡献（元/股）			
IT 专业服务	0.23	0.34	0.46
软件及软件开发	0.12	0.15	0.19
系统集成收入	0.13	0.15	0.17

资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

- 公司估值。对应 2012 年，IT 服务业务给予 32-35 倍 PE；软件业务给予 22-25 倍 PE；硬件及系统集成业务给予 15 倍 PE。综上，我们认为公司合理价格为 16.41-17.87 元/股之间，相对最新价格 13.70 元/股，有 20%-25% 的涨幅，上调投资评级为“强烈推荐”。

图表39. 分业务估值	单位：百万元，元/股		
对应 2012 年 PE	下限	上限	理由
IT 专业服务	32	35	公司在云计算领域取得领先，将受益其高速增长带来的机会。可比公司浪潮信息 2012 年 PE 为 45.9 倍，我们认为公司此业务的合理估值为 2012 年 32-35 倍。
软件及软件开发	22	25	行业应用软件板块 2012 年的平均 PE 为 23.2 倍，我们认为公司此业务的合理估值为 2012 年 22-25 倍。
系统集成收入	15	15	此业务未来稳定增长，给予 2012 年 15 倍 PE。

资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

5.3 我们和市场的不同

本着审慎的原则，我们的盈利预测中没有考虑增发带来的现金，而是通过自筹资金的方式开展增发项目，导致财务费用偏高。如果公司的非公开增发顺利进行，预计业绩还将向上修正。

图表40. 我们和市场在业绩预测上的不同处

条目/年度		2010A	2011E	2012E
净利润（百万元）	我们的预期		242.8	324.0
	市场的预期	207.6	250.3	341.3
	↓		-3.0%	-5.1%
净利润增长率（%）	我们的预期		17.0%	33.5%
	市场的预期	10.0%	20.6%	36.4%
	↓		-3.6%	-2.9%
EPS（元）	我们的预期		0.48	0.64
	市场的预期	0.41	0.50	0.68
	↓		-4.0%	-5.9%
市价下的 PE（x）	我们的预期		29	21
	市场的预期	33	27	20

资料来源：wind、平安证券研究所

5.4 风险提示

主要的风险包括：

- 宏观经济变坏，国内 IT 支出增长不达预期；
- 出于对安全的担忧，国内云计算落地进程不达预期；
- 公司对并购公司的整合进展不顺，付出的代价超过预期。

资产负债表		单位:百万元			利润表		单位:百万元		
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2999	3210	3622	4228	营业收入	4075	4872	5807	6788
现金	820	865	1120	1459	营业成本	3283	3883	4595	5338
应收账款	956	926	993	1161	营业税金及附加	36	49	58	68
其他应收款	55	63	75	88	营业费用	361	434	511	584
预付账款	279	311	276	267	管理费用	161	195	215	238
存货	755	898	983	1048	财务费用	8	10	10	9
其他流动资产	134	148	176	206	资产减值损失	1	10	10	10
非流动资产	408	611	768	807	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	4	10	10	10	投资净收益	13	3	4	5
固定资产	204	398	538	561	营业利润	240	295	412	547
无形资产	42	36	31	27	营业外收入	5	6	8	8
其他非流动资产	157	168	189	209	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	3407	3821	4390	5035	利润总额	244	300	418	553
流动负债	1421	1614	1821	1995	所得税	12	24	44	66
短期借款	130	100	80	60	净利润	232	276	374	487
应付账款	530	621	712	801	少数股东损益	24	33	50	72
其他流动负债	762	893	1029	1135	归属母公司净利润	208	243	324	415
非流动负债	201	208	258	308	EBITDA	286	339	468	620
长期借款	158	208	258	308	EPS (元)	0.41	0.48	0.64	0.82
其他非流动负债	43	0	0	0					
负债合计	1622	1822	2079	2303	主要财务比率				
少数股东权益	142	175	225	297		2010A	2011E	2012E	2013E
股本	505	505	505	505	成长能力				
资本公积	344	344	344	344	营业收入	21.5%	19.5%	19.2%	16.9%
留存收益	811	993	1257	1607	营业利润	14.9%	22.8%	39.8%	32.7%
归属母公司股东权益	1643	1824	2086	2435	归属于母公司净利润	10.0%	16.9%	33.5%	28.0%
负债和股东权益	3407	3821	4390	5035	获利能力				
					毛利率(%)	19.5%	20.3%	20.9%	21.4%
					净利率(%)	5.1%	5.1%	5.0%	5.6%
					ROE(%)	12.6%	13.3%	15.5%	17.0%
					ROIC(%)	18.8%	19.9%	25.3%	30.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.6%	47.7%	47.4%	45.7%
					净负债比率(%)	17.70%	16.88%	16.24%	15.96%
					流动比率	2.11	1.99	1.99	2.12
					速动比率	1.54	1.39	1.41	1.56
					营运能力				
					总资产周转率	1.28	1.35	1.41	1.44
					应收账款周转率	5	5	6	6
					应付账款周转率	6.35	6.74	6.89	7.06
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.48	0.64	0.82
					每股经营现金流(最新摊)	0.03	0.64	0.98	0.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.61	4.13	4.82
					估值比率				
					P/E	33.32	28.49	21.34	16.68
					P/B	4.21	3.79	3.32	2.84
					EV/EBITDA	23	19	14	10
现金流量表					单位:百万元				
	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	15	323	493	480					
净利润	232	276	374	487					
折旧摊销	39	35	46	64					
财务费用	8	10	10	9					
投资损失	-13	-3	-4	-5					
营运资金变动	-283	-15	64	-81					
其他经营现金流	33	21	3	6					
投资活动现金流	-31	-228	-198	-97					
资本支出	39	230	180	80					
长期投资	85	7	2	2					
其他投资现金流	93	8	-16	-15					
筹资活动现金流	94	-50	-41	-44					
短期借款	50	-30	-20	-20					
长期借款	158	50	50	50					
普通股增加	44	0	0	0					
资本公积增加	-54	0	0	0					
其他筹资现金流	-104	-71	-71	-74					
现金净增加额	73	44	255	339					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257