

华胜天成深度研究(600410)/17.37 元

亚信科技的超越者

分析师: 罗晓春
86-010-82295577-619
luoxc@ccs.com.cn

计算机行业·非周期性制造及服务

未来一年目标价格: 27.50 元

强烈推荐 A(维持)

自我们 04 年 9 月 8 日首次“强烈推荐”该公司至今, 公司股价累计上涨 53%, 同期上证指数下跌 16%。目前, 我们依然维持对该公司长期看好的观点。本报告作为关于该公司的第二篇深度研究将主要针对该公司的赢利模式以及核心竞争力展开分析和讨论。本报告中未涉及的内容(如公司的基本经营情况)请参看我们 04 年 9 月 8 日有关该公司的首篇深度研究报告, 以及过去发表的关于该公司的一系列跟踪研究报告。

- **国内最大的电信行业服务及解决方案提供商:** 该公司的业务模式非常独特, 不易理解。但是, 如果我们深入研究该公司的赢利模式并对其核心竞争力进行分析, 我们就可以得出该公司拥有核心竞争优势和长期增长潜力的结论。作为一家服务于电信行业的大型 IT 服务提供商, 在 04 年, 该公司的销售收入和利润规模均已经超过了在 Nasdaq 上市的同类公司亚信科技, 成为同行业公司中利润规模最大的综合 IT 企业。
- **该公司独特的业务模式和赢利模式构成了其核心竞争力:** 该公司独特的赢利模式和业务运做模式构成了其独有的核心竞争力。此外, 公司在总体发展战略, 财务特征, 公司治理结构等 3 个方面也具有明显的优势。
- **Sun 公司的前景无论好坏都不会对公司产生重大影响:** 虽然公司的业务目前和 SUN 公司的相关度较高, 但是我们经过分析认为, sun 公司的经营好坏对公司的影响不大。
- **3G 产业的发展将大幅度提高该公司的业务空间:** 3G 通信系统复杂度的提高对于公司的专业服务业务, 3G 支持的多样增值业务对于公司的解决方案业务分别构成了实质性的利好。
- **该公司不受所有目前市场担心的问题困扰:** 宏观调控, 固定资产投资减速, 人民币升值, 基础原材料涨价或降价对公司业务都没有任何影响。人民币升值对公司还具有正面影响。
- **通过和亚信科技的对比, 很容易得出该公司被低估的结论。维持该公司“强烈推荐—A”的投资评级:** 未来 1 年目标价格为 27.50 元。

上证指数: 1128

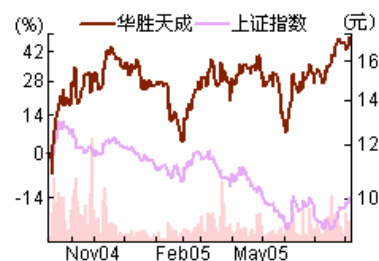
股本数据

A 股总股本(万)	12,220
流通 A 股(万)	3,120
流通市值(亿)	5.42

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	16.2	16.3
6 个月(%)	30.8	41.9
1 年(%)	53	69
52 周波动(元)	9.92-17.37	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

专业服务推动公司业绩成长
9 月/08 日/2004 年
王维航总裁拜访纪要
4 月/29 日/2005 年

主要财务指标

会计年度	2003	2004	2005E	2006E
主营收入(万元)	65869	91513.26	135439	176071
同比增长率(%)	7.50%	38.93%	48.00%	30.00%
营业利润(万元)	6523.27	9035.42	12251.41	15869.71
同比增长率(%)	8.30%	38.51%	35.59%	29.53%
净利润(万元)	6064.44	8213.29	10387.00	13442.00
同比增长率(%)	13.20%	35.43%	26.47%	29.41%
主营利润率(%)	20.43%	20.88%	19.24%	18.98%
营业利润率(%)	9.90%	9.87%	9.05%	9.01%
净利润率(%)	9.21%	8.97%	7.67%	7.63%

会计年度	2003	2004	2005E	2006E
每股收益(元)	0.43	0.67	0.85	1.1
每股净资产(元)	4.44	5.11	5.96	7.06
净资产收益率(%)	9.68%	13.11%	14.26%	15.58%
每股股息(元)	0.24	0.38	0.48	0.62
股息收益率(%)	56.72%	56.72%	56.72%	56.72%
负债率(%)	62.00%	41.00%	45.00%	52.00%
P/E(倍)	40.4	25.9	20.4	15.8
P/B(倍)	3.9	3.4	2.9	2.5
PEG	3.06	0.73	0.77	0.54

投资要点

- 从公司的利润构成来看，IT 服务业占公司的主营业务利润比例接近 50%，软件占公司的利润比重超过 15%。预计 IT 服务业和软件业占公司的利润比重还将继续上升。到 06 年估计 IT 服务及软件的利润贡献将超过 50%，从而彻底改变公司目前的市场定位。
- 该公司赢利模式的自身特点决定了该领域发生价格战的可能性很小，且其业务具有持续的增长潜力，同时公司业务规模的扩张具有显著的可复制性和规模效益。公司可以通过业务模式复用，人员复用，零备件复用的方式实现可复制的增长以及显著的规模效益。
- 公司的业务模式决定了虽然公司对 SUN 公司的采购量较大，但是此项并不构成该公司的重大风险。简单来说：无论 SUN 公司的前景如何，目前已经装备在电信网内的相关设备是依然要使用和维护的，所以对公司的服务业务的短期影响很小。而公司的解决方案业务可以采用任何公司的服务器，因而 SUN 公司的情况对其影响也很有限。长期看，SUN 公司的采购比重逐年都在下降，其重要性正在逐步降低。
- 3G 产业的发展将对公司的服务业务和解决方案业务打开全新的市场空间。鉴于公司目前在电信行业已有的品牌基础和技术优势，我们认为 3G 将对公司的各项业务，特别是 IT 服务业务有很大的促进作用。
- 目前市场担心的问题很多，而我们经过分析后认为，该公司不受所有目前市场担心的问题困扰。宏观调控，固定资产投资减速，人民币升值，基础原材料涨价或降价对公司业务都没有任何影响。由于公司的进项均是以人民币结算，而采购大部分是用美国结算；因此，人民币升值对公司还具有正面影响。
- 通过和在 Nasdaq 上市的同类著名企业亚信科技的全面比较，我们可以很容易得出该公司目前被市场严重低估的结论。

风险因素

专业服务业务的主要基础是技术人员，如何保持住自身核心技术骨干的稳定性是公司目前需要面对的最大挑战。

投资建议

短期投资点：我们认为，经过我们一系列报告的反复讲解，市场对该公司的认同度在提高，对于该公司的“IT 服务业公司”的定位也逐步认同，3G 牌照的发放将是可能的股价上涨催化剂。

长期投资点：目前电信业和银行业的 IT 系统维护外包是大势所趋，该公司作为这一新兴业务领域的先行者，我们非常看好其长期发展前景。维持对其“强烈推荐—A”的投资评级。

正文目录:

一 公司基本业务情况	5
二 IT 服务业的缘起----从无到有的新兴行业.....	6
三 电信领域 IT 服务业的总体市场空间	7
四 华胜天成的专业服务业务赢利模式分析	8
4.1 专业服务业务具有较高的进入门槛.....	9
4.2 专业服务业务不会发生价格战	10
4.3 服务业务具有很好的可持续性	10
4.4 服务业务的现金流非常出色	10
五 业务模式优势分析	11
5.1 公司业务模式具有很好的相互支持性.....	11
5.2 公司业务模式具有很好的可复制性.....	12
六 公司的财务优势	13
七 公司的治理结构优势	14
八 公司未来两年利润增长有可靠保证	15
九 公司经营中的一些细节体现出公司精细化管理的风格	16
十 3G 对于公司来说是一个巨大机会.....	16
十一 和亚信科技的对比	17
十二 成熟市场对于软件及服务行业公司的普遍估值	19
十三 股权分置最新进展	21
十四 投资建议	21
十五 附：赢利预测表	21

表格目录:

表 1 典型 IT 服务合同	7
表 2 移动通信行业 IT 服务市场额预测	7
表 3 IT 服务所需基本能力	9
表 4 华胜天成已经取得前三名合作伙伴地位的设备企业名单	10
表 5 中国邮政行业典型案例	13
表 6 公司主要财务情况	14
表 7 公司主要股东及担任职务	14
表 8 公司其它高级管理人员	14
表 9 华胜天成和亚信科技各主要可对比指标	17
表 10 亚信科技及华胜天成的业绩预测	18
表 11 亚信科技及华胜天成的估值比较	18
表 12 亚信科技各年业绩	19
表 13 国际软件及服务业公司的业绩预测, 长期增长率以及估值水平	20
表 14 华胜天成电信行业解决方案销售收入预测	21
表 15 华胜天成电信行业专业服务销售收入预测	21
表 16 华胜天成各业务分项预测	22
表 17 华胜天成利润预测表	22

图表目录:

图 1 解决方案销售额	5
图 2 专业服务销售额	5
图 3 IT 服务业占该公司主营业务利润的比例:	6
图 4 中国移动电话用户数预测	8
图 5 华胜天成公司在价值链中所处的地位:	8
图 6 华胜天成公司发展过程	9
图 7 华胜天成三项业务互为支撑结构图	11
图 8 华胜天成业务的三重可复制性	12
图 9 华胜天成赢利模式的复制	12
图 10 人员复用	13
图 11 零件复用	13
图 12 公司 04 年各季度和 03 年各季度签单情况	15
图 13 公司 03 到 05 年一季度签单情况	15
图 14 中国电信行业运行支撑系统投资额预测	17
图 15 亚信科技上市以来的股价走势图	19

一 公司基本业务情况

阅读本报告的假设前提是读者粗略了解该公司的基本业务情况。我们将不会在这一块花费很多的笔墨，我们要着重讨论的是该公司独特的赢利模式以及竞争优势。

如果对公司的基本情况依然不是非常了解的投资者，可以参看我们自 04 年 9 月 8 日以来关于该公司的一系列研究报告。

简单来说，该公司的主要业务归为两部分：软件及解决方案业务，IT 专业服务业务。该公司抓住 IT 专业服务行业兴起的机会已经从一家纯粹的解决方案提供商变成一家大型的综合 IT 服务提供商。

同为将主要业务定位在电信行业解决方案和服务的大型 IT 企业，华胜天成的主营业务收入规模和净利润已经超过了声名显赫的亚信科技，成为国内利润规模最大的 IT 行业解决方案和服务提供商之一。从业务模式，以及 IT 服务业的增长速度和可持续性来看，相对亚信科技，我们对该公司的业务结构更为看好。下图是公司 02 年到 04 年的解决方案及 IT 专业服务的收入增长情况。

图 1 解决方案销售额（亿）

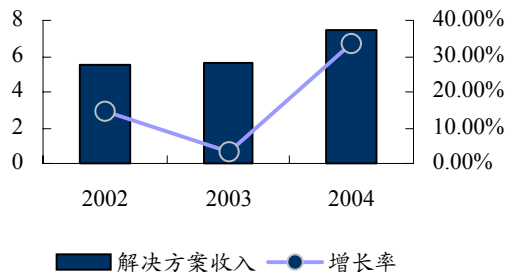
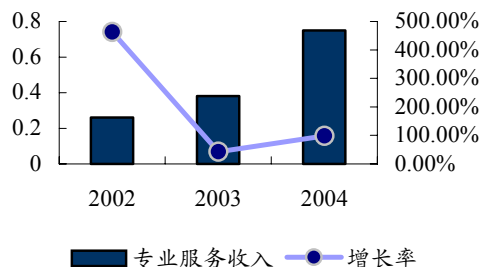


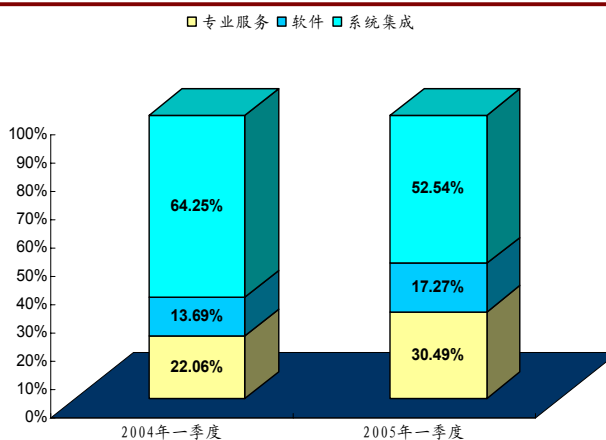
图 2 专业服务销售额（亿）



资料来源：招商研究

我们看好该公司的主要原因是：该公司独特的业务模式和赢利模式使其可以受益于 IT 服务业的发展。我们认为最终该公司将发展成为一家具有相当规模和竞争力的 IT 服务企业。

下图是截止 05 年 1 季度，该公司各项业务的利润贡献比率。在浏览下图时，我们需要特别指出的是：华胜天成在统计各业务时，未把包含在系统集成业务中的服务收入计算在专业服务收入内。这种系统集成合同一般的形式是：系统集成（解决方案）加该系统建设完成后一年的服务费合并作为一个合同。这类合同在规定的服务期限到期后，由于系统依然需要维护保养，客户一般都会续签服务合同。从而，最终，该系统集成合同会在系统集成完成一年到两年后（具体时间看首份系统集成合同中规定的到期服务年限）转化为一个纯服务合同。这类包含在系统集成合同内的服务合同金额和纯服务合同金额的比例目前基本为 1:2。

图 3：IT 服务业占该公司主营业务利润的比例：


资料来源：公司年报

二 IT 服务业的缘起----从无到有的新兴行业

IT 服务业在中国是一个完全新兴的行业，从诞生到发展也仅仅有 2~3 年的历史。在 3 年以前，软件产品都是免费的，一般作为硬件的附属产品。而服务更是作为系统集成商“义务”提供的。一般的模式是：系统集成商仅能对初期的建设收费，而后期系统的运行维护完全是义务的免费的。

由于系统集成商更新很快，有些企业退出了市场，还有一些限于自身原因没有服务能力；因此，IT 系统的维护工作极为混乱。IT 系统建设完成后的维护以多种形式在进行：有的由当初的系统集成企业负责（但是由于是免费的，因此其中矛盾也很多）；有的由各用户自己建立的 IT 部门负责；还有的甚至是，出现问题了，找几个熟人临时来救火。

对于一般类型的企业，IT 服务的不规范或许还可以容忍；但是对于电信，金融这类最高端的客户，其 IT 系统运行的稳定性，可靠性和安全性就成为了极为重要的问题。系统的短暂故障可能酿成巨大的经济损失。

同时，由于电信行业竞争的加剧，各电信运营商越来越重视自身网络的形象。因此，电信网络的稳定性，记费的公正性，增值业务的多样性等“软环境”日益成为各电信运营商竞争的焦点。正是在这两大背景下，IT 服务业应运而生。

将 IT 系统的运行维护外包给专业的服务提供商，对于电信运营商有两大好处：首先，可以提高其系统运行的可靠性，安全性，避免不必要的损失，提升其网络的品牌形象；同时还可以降低成本。

三 电信领域 IT 服务业的总体市场空间

由于 IT 服务行业是一个完全新兴的行业，所以尚没有官方的统计数字。不过，我们可以通过典型案例分析来估算出整个电信行业的 IT 服务业市场容量。下表是华胜天成 05 年签定的两个电信领域的典型 IT 服务合同：

表 1 典型 IT 服务合同

项目名称	金额 (RMB)	竞争对手	合同内容	网络容量
中国移动数据骨干网计费认证系统的 IT 服务	两期共 1500 万	IBM, 亚信	该系统含盖了 Sun, HP, Oracle, Cisco, EMC 等等 8 个国际厂家的设备. 证明了公司跨设备的整体服务能力	移动集团的整体数据骨干网核心计费认证系统
贵州移动整体生产支撑系统的 IT 服务	800 万 RMB	亚信	该系统含盖了 HDS, CA, BEA, IBM, Veritas 等等 8 个国际厂家的设备. 包括了贵州移动的整体生产支撑系统 (BOSS、BI、网管)	340.3 万户

资料来源：招商研究

由于贵州移动的 IT 服务合同包括了贵州移动的整体生产支撑系统 (包括了其所有的 IT 设备，具体有：BOSS 系统、BI 系统、网管系统)。因此该合同对于我们测算中国电信行业的整体服务市场空间具有重要参考价值。

服务合同金额的最直接相关变量为该省份覆盖的网络用户数量。中国移动贵州分公司截止 2005 年 5 月的移动用户数量为 340.3 万户。根据信息产业部电信研究院的预测，中国移动电话用户数量到 2005 年底将达到 4.02 亿户。我们的推算结果见下表：

表 2 移动通信行业 IT 服务市场额预测

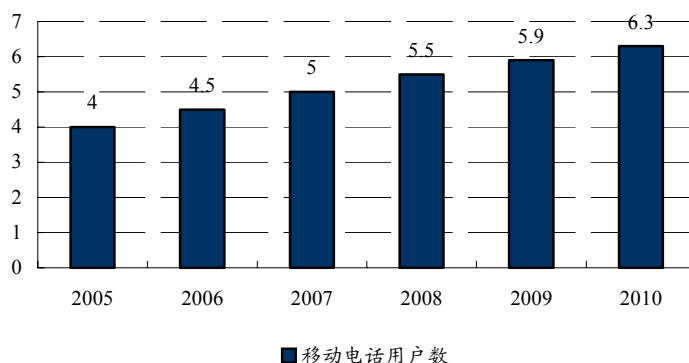
	贵州移动	05 年中国移动电话市场
用户数量	340.4 万户	4.02 亿
整体生产支撑系统的专业服务市场金额	800 万 RMB	9.34 亿

资料来源：招商研究

必须说明的是：以上估算的仅是电信行业内的移动通讯领域的 IT 服务金额，尚不包括电信领域的固网所需 IT 服务市场，也没有考虑 3G 牌照发放后系统复杂度提高而导致的服务金额上升。由于固网的网络规模和移动网基本一致，按最保守估计，其生产支撑系统的专业服务市场容量为移动网的一半。则根据我们的测算，按 05 年的网络容量，中国电信领域的 IT 服务市场的潜在收入总额大约在 14 亿人民币左右。

下面我们再进一步估算到 2010 年，电信行业内专业服务应有的市场容量。下图是对 2005 年至 2010 年中国移动电话用户数的预测：(单位：亿户)

图 4：中国移动电话用户数预测：（单位：亿户）



资料来源：信息产业部电信研究院

我们同样按最保守估计，假设中国电信行业的固网用户在 2010 年前没有任何增长，且 3G 实施后，系统复杂度的提高并没有提高单位用户所需 IT 服务的费用（由于 3G 可以支持更多的增值业务，其系统复杂度肯定要大幅度提高，因此为其生产支撑系统提供服务的单位户支出是必然上升的，保守起见，我们这里假设单位户的维护费用不变）。则到 2010 年，移动电话用户数将从目前的 4.02 亿户增长到 2010 年的 6.3 亿户，可以推算出电信行业的潜在 IT 服务市场容量可以达到 19 亿人民币/年。

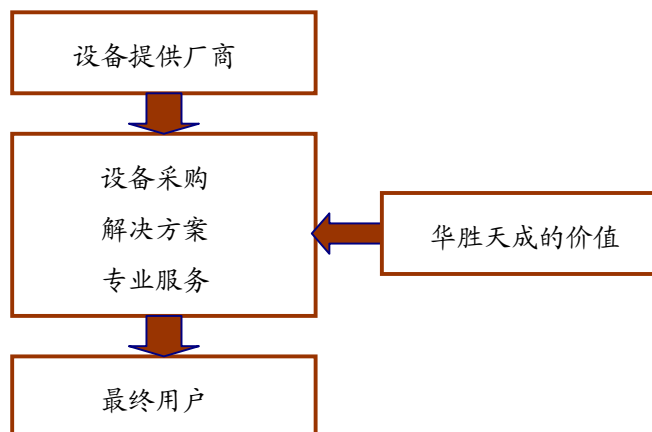
华胜天成预计 05 年专业服务收入将达到 1.5 亿元，其中约 1.1 亿元来自于电信行业，可以看出，相对于总体 19 亿的市场规模，依然有足够广阔的舞台可供华胜天成的电信服务业务高速增长。

四 华胜天成的专业服务业务赢利模式分析

这一章我们将重点分析该公司独特的赢利模式。

华胜天成在其所处行业价值链中的地位见下图：

图 5：华胜天成公司在价值链中所处的地位：



采购设备和解决方案业务相对比较简单，而且均为传统业务，我们着重分析其专业服务业务在赢利模式上的四种优势：

4.1 专业服务业务具有较高的进入门槛

成为一家优秀的 IT 专业服务提供商必须具备以下四项基本能力。

表 3 IT 服务所需基本能力

所需能力	公司所需资源
1 技术能力	业务能力出色技术精良的工程师
2 品牌和客户基础	和目标客户长时间的合作关系及信任度
3 快速反应能力	覆盖被服务地区的网点
4 廉价备件提供能力	和硬件设备商长期的合作关系，采购量大

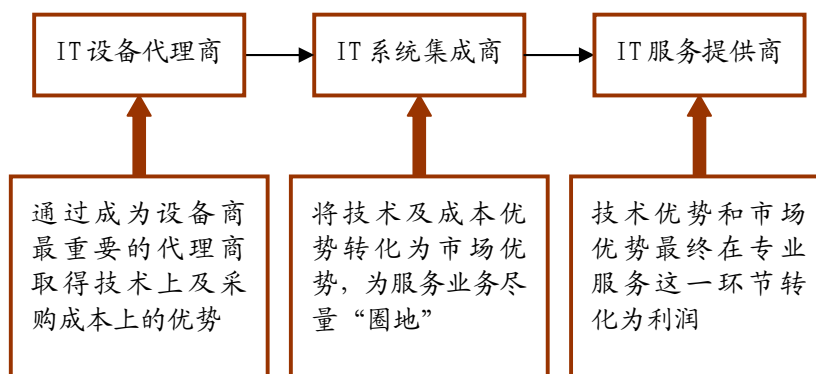
普通的系统集成商具备能力“2”和“3”，但是能力“1”和“4”会有所欠缺。而普通的硬件代理商，具备能力“1”和“4”而能力“2”“3”都有所欠缺。

具备能力“1”和“4”（也即拥有对硬件设备深刻的理解能力和强大的技术支持能力以及在采购中对硬件设备提供商的价格谈判能力）需要有为硬件设备制造商代理销售大量相关设备的经验。通过大量的分销，成为相关硬件制造商的重要合作伙伴，在硬件制造商长期技术支持的过程中逐步锻炼出自己的技术队伍。并通过大量采购，获得和设备商有利的谈判地位，从而获得低廉的零部件。

但是一般的设备代理商由于不直接接触客户，因此缺少客户资源，同时客户对于其服务能力也不能作出可靠的评价。

具备能力“2”和“3”的一般都是软件及解决方案提供商。这类公司直接接触客户，服务网络较多。但是，由于这类企业和硬件提供商的合作并不紧密（仅在项目需要时有少量的项目需求型采购），因此对硬件设备的技术理解有限；同时由于采购量不大，所以在和硬件设备制造商谈判进货的时候也没有足够的价格谈判能力，零备件的价格会较高。

图 6：华胜天成公司发展过程：



而华胜天成的特殊发展历程使其综合了设备代理商和解决方案提供商的所有特征，从而发展出自身在专业服务领域的独特优势。上图是该企业的发展过程。

从图中我们可以看到，该公司的发展经过了 3 个阶段，该公司从硬件设备代理商（分销商）起步，逐步发展为解决方案提供商，最终发展为一家 IT 服务提供商。由于其解决方案业务是逐步从代理业务发展而来，因此，该公司具备所有我们前面提到的优秀的服务提供商需要具备的素质：由代理业务发展起来的技术上对硬件的深入理解，低廉的零部件采购成本；由解决方案业务发展起来的服务网络和客户基础。

不过我们要特别提到的是，要想获得设备制造商的全力支持（技术上的，零部件采购价格上的），并不是任何代理商都可以。必须是对于设备制造商来说具有非常重要地位的大型代理商才可能获得设备制造商各方面的支持，以及强大的价格谈判能力。

华胜天成的核心策略之一就是：仅成为那些依靠华胜天成自身能力可以成为其前三名合作伙伴的设备制造商的代理商。

表 4：华胜天成已经取得前三名合作伙伴地位的设备企业名单

设备制造商	SUN	AVAYA	CISCO	HDS	Veritas	F5	BEA	Fortinet
主要设备	服务器	IP 电话	路由器	存储设备	数据库	流量管理器	基础结构软件	网络安全设备
合作等级	白金	金牌	银牌	总代	总代	总代	总代	总代

资料来源：招商研究

4.2 专业服务业务不会发生价格战

需要专业服务的 IT 系统一般都是某企业的核心系统，如：电信运营商的核心计费系统，网络管理系统，BI 系统等等。这些设备运行情况的稳定对这些企业极为重要。因此在考虑服务提供商的时候，价格并不是第一要素。服务提供商的资质，服务的质量是考量的最主要方面。

对于优势企业来说，如果已经在业内建立了良好的口碑。则客户宁可把订单以较高的价格交给优秀的服务提供商，也不会以 90% 的折扣价格交给资质较差的服务提供商。因此，在专业服务领域，几乎不会发生大规模的价格战。

4.3 服务业务具有很好的可持续性

由于需要服务的 IT 系统始终存在，因此，并不会象解决方案提供商一样出现总是需要不停的寻找新订单的情况。在每一年的开始，客户总是倾向于和去年的服务提供商（只要服务质量让人满意）续签服务合同。这样，已经有的客户可以永久保留，而只要能开拓新的客户资源，收入和利润就可以获得增长。

4.4 服务业务的现金流非常出色

服务业务都是在签定服务合同的同时就支付服务费用，或者至少是支付大部分服务费用。在财务处理上，公司先把收取的服务费用记入其它长期负债栏目（见公司的资产负债表相关科目。其实，其它长期负债并不是真正的负债，因为这笔现金已经是公司的收入了）然后再逐月的确认收入。所以，服务业务甚至可以挤占客户的资金，而根本不用担心应收帐款的问题。专业服务是一种现金流非常出色的赢利模式。

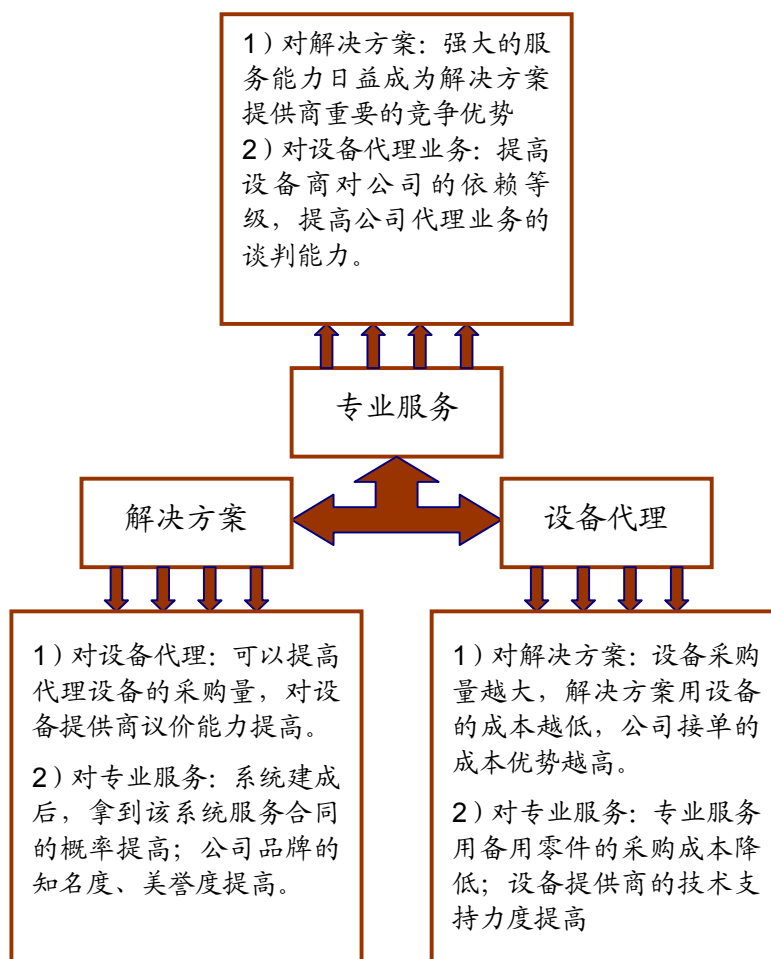
五 业务模式优势分析

我们认为，该公司独特的业务模式具有很好的相互支持性以及可复制性。

5.1 公司业务模式具有很好的相互支持性

为了简单明了，我们用下图来阐述公司三种不同业务之间的相互关系和相互作用：

图 7：华胜天成三项业务互为支撑结构图



从图中，我们可以很容易理解，华胜天成的三项业务是互为支撑，相互促进的。如果

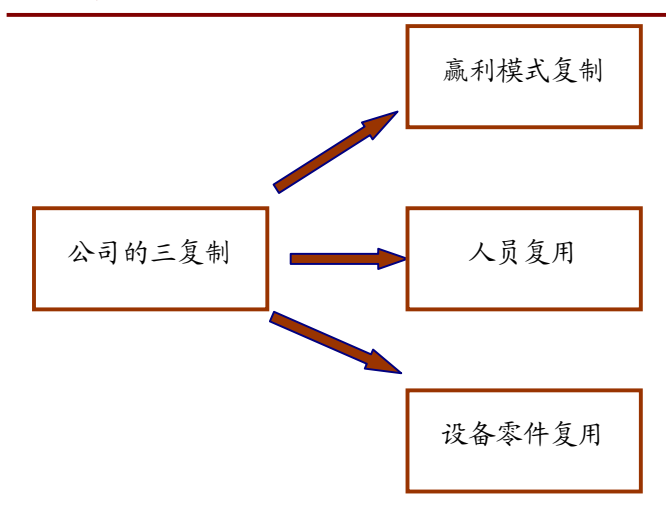
仅仅是做代理业务，解决方案业务或者是服务业务，都无法获得这样的竞争优势。

应该说明的是，公司的利润越来越多的在专业服务这一环节体现。从整个价值链上讲，公司的整体资源配置最终是把利润在专业服务这一环节体现了出来。其它两项业务是专业服务业务发展的必要基础和前提。

5.2 公司业务模式具有很好的可复制性

具体来说，公司的业务模式具有三重可复制性，见下图：

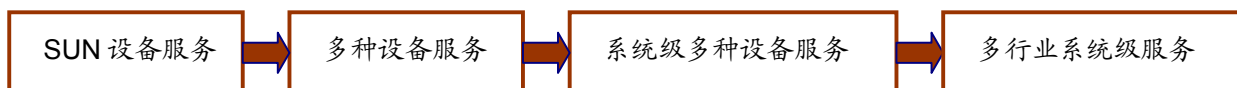
图 8：华胜天成业务的三重可复制性



公司通过赢利模式的可复制性实现扩张和发展，通过人员复用和设备零件复用降低运营成本，提高竞争力。

1) 赢利模式的可复制见下图：

图 9：华胜天成赢利模式的复制



公司从 SUN 设备的服务开始；逐步将服务领域扩展到多设备（前面的电信行业典型合同列表中有相关案例）；在逐步通过整合多设备服务能力实现了包含多设备的系统级服务；除了在电信行业内部延伸服务领域外，又逐步进入到了其它行业的 IT 服务领域。

该公司目前已经进入到除了电信行业外的金融、邮政领域的 IT 服务领域。预计到 05 年底，该公司来自于金融、邮政领域的 IT 服务收入将达到 4000 万元。金融、邮政领域的服务市场是公司从 04 年刚开始拓展的业务领域。

邮政系统过去一直处于一个极度封闭的环境之下，行业的效率低下，信息化程度不足。在近年逐步改制的过程中，出现了很强劲的信息化需求。下表是华胜天成 05 年在邮政领域签定的典型大额合同。

表 5 中国邮政行业典型案例

项目名称	合同金额	内含软件及服务	合同的意义
中国邮政量收系统	4300 万 RMB	1900 万 RMB	系统复杂,服务内容广泛.服务合同金额巨大,对整体服务能力要求高
中国邮政明址信息系统	2400 万 RMB	1400 万 RMB	系统复杂,服务内容广泛.服务合同金额巨大,对整体服务能力要求高

资料来源：招商研究

华胜天成介入邮政领域的时间较早，目前在邮政领域内的竞争对手也并不多。相对于电信行业来说，邮政系统的 IT 服务业和系统集成业务才仅仅是刚刚开始。

2) 人员复用及零件复用见下图：

图 10 人员复用

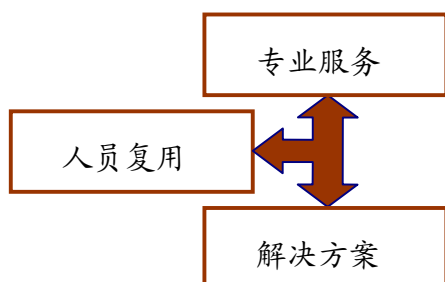
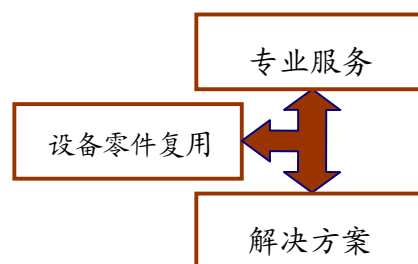


图 11 零件复用



资料来源：招商研究

由于技术人员和设备零件在解决方案和专业服务这两个业务范畴都可以相互使用，因此，合理的安排人员和备件可以降低公司的成本，提高运做效率。对比只从事解决方案和专业服务的企业来说，华胜天成的业务模式可以发挥规模效益和集约效益。

六 公司的财务优势

一个企业具有了优良的赢利模式，运做模式和出色的发展战略，如果财务上不支持高速扩张则在发展中也将遇到困难。

为此，我们专门分析了华胜天成的各主要财务指标。具体分析结果见下表：

表 6 公司主要财务情况

经营性现金流	存货及应收帐款	资产负债率
与净利润基本相等	均小于主营收入增长速度	40%
应收帐款回款天数	三项费用控制	有息负债
行业平均数 120 天, 公司 60 天	05 年管理费用比 04 年下降, 营业费用增长幅度基本等于主营收入增长速度	0

资料来源：招商研究

对现金流的说明：公司经营性现金流 04 年底低于公司净净利润，主要原因是：公司有 4000 万元的银行承兑汇票。如果加上这笔现金，经营性现金流略微高于净利润。

对管理费用的说明：公司 04 年年报披露的管理费用比 03 年有所增长，主要原因是：公司在当年一次性计提了一笔 1200 万元的坏帐准备。如果剔除这笔非经营性的管理费用，公司在主营业务收入增长 39% 的情况下，管理费用甚至出现了下降。反映了公司良好的成本控制能力。

综合来看，公司的财务管理和费用控制非常优秀。从财务层面看，支持公司未来的高速扩张和发展。

七 公司的治理结构优势

一个公司的长期发展和管理层的关系极为巨大。只有一个稳定和谐积极进取的管理团队才能带领企业高速发展。我们先看一下华胜天成的股东持股结构及主要高管人员的名单。

表 7 公司主要股东及担任职务

股东名称	苏纲	王维航	刘建柱	刘燕京	胡联奎	华计公司	流通股
持股比例	18.62%	14.15%	11.91%	11.17%	7.45%	9.31%	25.53%
担任职务	执行董事	总裁, 副董事长	副总裁, 董事	执行董事	董事长	N/A	N/A

表 8 公司其它高级管理人员

财务总监	首席技术执行官	副总裁	副总裁
林开涛	刘睿民	薛晓忠	杨俏从

资料来源：公司年报

从以上表格中我们可以看出：该公司的持股相对分散，各主要股东之间持股平均，形成了非常好的制约机制。除王维航和刘建柱依然分别担任公司总裁和副总裁职务外，其它高管均由职业经理人担任。公司的董事会均由持有公司股权的人员构成，董事会职能和经营层职能基本分离。体现了非常完美的现代企业制度体系。

从我们和公司的多次接触中，也可以感觉到公司的董事会和经理层各自发挥着自身的作用。构成了非常好的激励机制和产权所有机制。

我们认为这种很明晰的公司管理结构对公司的长远发展有着非常积极的作用。同时，经过长时间的接触，我们认为该公司的管理层是非常诚信的。这点，投资者如果和公司高管有所接触都会有所察觉。

八 公司未来两年利润增长有可靠保证

在分析过了该企业的赢利模式，竞争力，财务，管理，发展战略等各项情况后，我们再看一下该公司的实际经营情况是否可以印证我们关于该公司依然将高速发展的结论。

一个企业的订单情况是其发展前景的最好先行指标。公司订单见下面两张图：

图 12 公司 04 年各季度和 03 年各季度签单情况（单位：百万元）

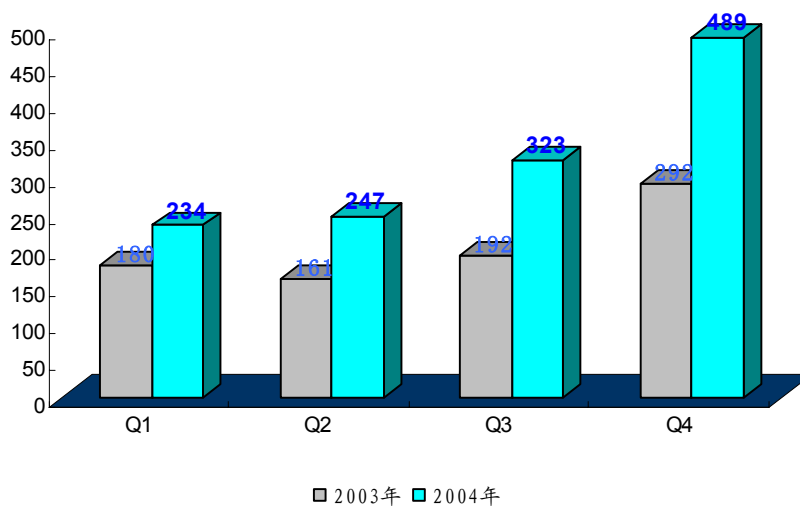
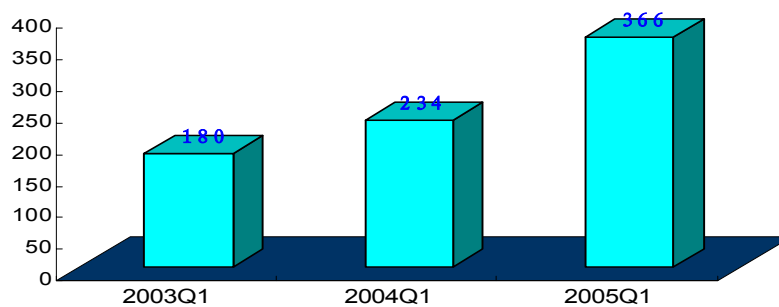


图 13 公司 03 到 05 年一季度签单情况（单位：百万元）



资料来源：招商研究

从以上两张图可以看出，公司各季度订单增长情况良好，这也预示着该公司未来的利润增长前景乐观。

九 公司经营中的一些细节体现出公司精细化管理的风格

公司为了扩展业务，整体收购了一个做 IBM 服务器的团队。这个团队从销售人员到技术人员都有，属于整体收购。但是这次收购并没有花 1 分钱，原因是，这个团队原来所属的公司（曾经是华胜天成的竞争对手）已经倒闭了。收购是趁该公司倒闭时进行的。

公司刚完成了中国移动总部的基于 GPRS 技术的移动办公自动化项目。该项目的象征意义很大。我们非常看好 3G 项目上马后的相关 BOSS 系统和增值业务系统的市场空间。而中国移动总部该项目的实施，不仅证明了公司的相关业务能力。此外，更为重要的是，在主要目标客户总部的项目实施，对于将来 3G 项目真正启动后公司拿到订单的意义不言而喻。

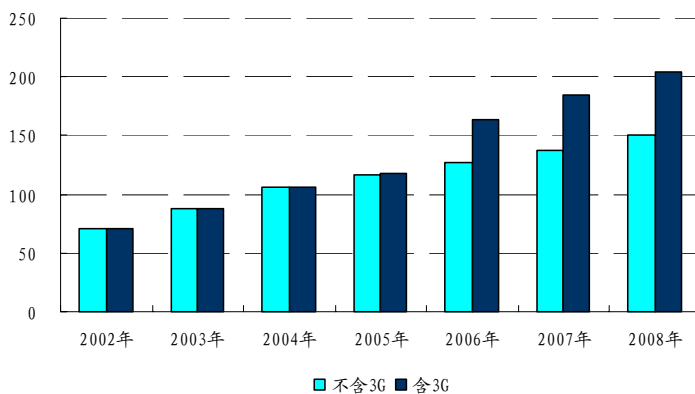
华胜天成新收购的交大思源公司 60% 的股权。该公司原为北方交通大学的附属产业，在铁道行业内有较深的人脉关系。因此该被收购企业具有很强的在铁道系统内取得订单的能力。一方面，该被收购公司的确在铁路系统的行包系统集成及技术服务领域具有优势。但更重要的是，华胜天成可以整合被收购公司的销售接单能力和华胜天成的技术能力，从而进入铁路行业的系统集成及专业服务领域，这将大大拓展公司的业务范围。

从收购价格方面，也显示出华胜天成经营的精细。收购款为 660 万元。被收购公司 60% 股权的净资产为 300 万元。华胜天成支付溢价 360 万元。但是收购合同的附带条款规定，该公司必须在 04 年取得 500 万元以上的税前利润，05 年取得 700 万元以上的税前利润，才支付溢价部分。该条款锁定了收购的风险。同时，华胜天成指定的给交大思源做审计的会计师事务所正是给自己做上市审计的会计师事务所。这也从另一个方面印证了公司业绩的真实性以及公司收购时的谨慎性。

公司的核心技术人员和销售人员的收入可以达到 25~30 万一年，而且核心骨干员工的上班时间是完全自由的，只用工作效果来衡量结果。因此公司的核心技术骨干从公司成立后几乎没有一名流失。而公司的其它可替代人员，如一些普通的应届毕业生，公司仅支付 1500~3000 元的工资收入。而且公司从不招收清华，北大的应届毕业生，因为公司方面认为这些人员不容易留住。公司的应届招聘主要针对一些其它重点院校。

十 3G 对于公司来说是一个巨大机会

3G 建设开始后，电信网的支撑系统投资额将有很大攀升。由于 3G 建设会极大的提高电信行业的投资额，并极大的提高电信支撑系统的复杂度，因此对于华胜天成的解决方案业务和专业服务业务都意味着极大的市场机会。

图 14 中国电信行业运行支撑系统投资额预测（单位：亿元）


资料来源：信息产业部电信研究院

从图中我们可以看到如果发放 3G 牌照，电信运行支撑系统的投资额将比没有 3G 增加 25% 左右。除了解决方案的需求会增加 25% 以外，相应的对专业服务的需求也会同步放大，从而提高华胜天成的市场空间。

十一 和亚信科技的对比

亚信科技股份有限公司是在 NASDAQ 上市的著名电信解决方案及服务提供商。其业务构成和华胜天成较为类似。主要业务领域也为电信行业的解决方案和各行业的 IT 专业服务。我们现将两公司的主要可对比指标对比如下：

表 9 华胜天成和亚信科技各主要可对比指标（单位：万元）

	华胜天成	亚信科技
04 年主营业务收入	91513	86427
毛利	19104	31104
毛利率	20.90%	35.99%
净利润	8213	7938
净利润率	8.97%	9.18%
软件及解决方案收入	79815	67554
专业服务收入	11698	17253
员工人数(人)	414	1998
净资产收益率	13%	4.9%
截止 04 年历史最高净利润	8213	9477

资料来源：招商研究

关于该表格中的两点说明:

- 1) 对于毛利率的说明: 亚信科技的解决方案业务中软件的比重较大, 而华胜天成的解决方案业务中硬件所占比重较大, 所以反映出亚信科技的毛利率较高。但是软件开发必然带来较高的研发费用, 具体体现是管理费用必然较高, 所以我们认为比较两公司的净利润率更有意义。可以看到两公司的净利润率几乎是一样的。
- 2) 对于服务收入的说明: 这里大家看到的华胜天成的专业服务的收入和公司年报中的有所不同, 是因为: 华胜天成财务报表中的服务收入未将包含在解决方案中的服务收入列入其中, 我们这里对其进行了调整, 同时扣减了解决方案中的相应收入。

通过对比我们可以看到, 华胜天成在主营业务收入, 净利润上都超过了亚信科技。同时, 在净资产收益率和单位员工产生利润上更是遥遥领先。公司用仅仅 400 人创造的利润甚至超过了亚信科技 2000 人创造的利润。华胜天成的净资产收益率也是亚信科技的 2 倍(考虑到华胜天成在 04 年刚刚上市, 募集了大量资金, 其真实的净资产收益率其实更高)。这也印证了我们前面对于华胜天成业务模式的观点, 我们认为该业务模式非常独特, 优于亚信科技的业务模式(我们认为, 人均利润和净资产收益率是衡量一种业务模式最好的客观指标)。

我们还要指出的是, 根据华胜天成的 1 季度报告和亚信科技的前 2 季度的季度报告。华胜天成 1 季度的服务业务收入增长了 116%。而亚信科技的服务业务收入仅增长了 17%。我们预计到 05 年底, 华胜天成的服务业务收入将超过亚信科技。

亚信科技和华胜天成的业绩及估值比较:

表 10 亚信科技及华胜天成的业绩预测 (单位: 元)

	04EPS	05EPS	06EPS
亚信科技	0.22	0.09	0.17
华胜天成	0.67	0.85	1.10

表 11 亚信科技及华胜天成的估值比较 (股价截止日为 8 月 7 日)

	最新股价	04PE	05PE	06PE
亚信科技	5.51	25.05	61.22	32.41
华胜天成	17.37	25.93	20.44	15.79

注: 亚信科技的业绩预测为 yahoo 财经提供的海外投行预测平均值, 华胜天成预测值为招商证券作出

我们可以看到华胜天成的估值水平远在亚信科技之下。但是, 在我们得出华胜天成被低估的结论前, 我们还必须确认 Nasdaq 目前对亚信科技的估值是否属于“特殊情况”(比

如由于极为特殊的历史时期或者公司的特殊情况导致的特殊估值水平)。

为此，我们专门研究了亚信科技从 1999 年以来历年的经营情况。其各年利润具体变化情况见下表：

表 12 亚信科技各年业绩（单位：百万元）

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
亚信科技净利润	-4.9	-2.8	11.7	2.9	-28.1	9.8

资料来源：招商研究

从表中我们可以看到，在 2001 年以前，该公司处于投入及快速成长期，一直处于亏损状态。其利润水平在 2001 年达到历史最高峰的 9477 万 RMB。而 04 年，公司达到了历史第二高的利润水平。且 04 年公司的利润水平比最高的 2001 年相差也不大。结合各海外投行对亚信科技 05 年及 06 年的业绩预测来看（见前面的表 10），亚信科技的业绩在 05 年和 06 年也没有超过 04 年的可能。值得一提的是，根据我们的预测，华胜天成 05 年的净利润将达到 1 亿元左右的水平，这一数值甚至超过了亚信科技历史最高记录的 9477 万元。

为了谨慎起见，我们又对亚信科技的股价走势进行了研究。下图为亚信科技自 2000 年 3 月 3 日上市首日以来截止到昨日的股价走势图。

图 15 亚信科技上市以来的股价走势图



资料来源：yahoo 财经

我们可以看到，其股票价格最高为 2000 年的 111 美元，其后就一路下跌，目前处于历史最低位附近。结合股价走势及该公司利润情况看，我们可以得出可靠结论，目前亚信科技的估值水平并不属于“特殊情况”。

再参看表 11，我们可以很容易的得出结论，华胜天成目前被严重低估了。

十二 成熟市场对于软件及服务行业公司的普遍估值

我们再研究一下成熟市场对其它软件及服务行业公司的估值水平。下表列出了国际主要大型软件及服务公司的业绩预测，长期增长率以及估值水平。

表 13 国际软件及服务公司的业绩预测，长期增长率以及估值水平（数据截止 8 月 6 日）

公司名称	股票代码	本财政年度 EPS	下一财政年度 EPS	当前股价
MICROSOFT	MSFT	1.29	1.42	27.76
SAP				
AKTIENGESELL	SAP	1.57	1.79	42.83
ORACLE	ORCL	0.65	0.78	13.28
F5 NETWORKS	FFIV	1.27	1.57	37.17
SIEBEL SYSTEMS	SEBL	0.17	0.25	8.27
computer assoc	CA	0.93	1.17	27.17
NOVELL	NOVL	0.08	0.14	5.94
sun microsystems	sunw	0.01	0.05	3.72
VERITAS				
SOFTWARE	VRTS	1.07	1.2	24.99
SUNGARD DATA				
SYS	SDS	1.55	1.72	35.91
公司名称	市盈率 I	市盈率 II	未来 5 年预期增长率	PEG
MICROSOFT	21.5	19.5	10%	2.15
SAP				
AKTIENGESELL	27.3	24.6	12%	2.27
ORACLE	20.4	20.4	10%	2.04
F5 NETWORKS	29.3	23.7	30%	0.98
SIEBEL SYSTEMS	40.8	29.8	13%	3.26
computer assoc	29.2	23.2	11%	2.78
NOVELL	74.3	42.4	10%	7.43
sun microsystems	372.0	74.4	11%	33.82
VERITAS				
SOFTWARE	23.4	20.8	12%	1.95
SUNGARD DATA				
SYS	23.2	20.9	14%	1.65
行业平均	32.1	25.0	13.4%	2.39

资料来源：招商研究（行业平均数据已经剔除了 SUN MICROSYSTEM 这个异常样本）

我们可以看到，这些大型企业的总体估值水平和我们前面讨论的亚信科技基本是一致的。平均 PE 在 25 到 30 之间，长期增长率 10% 至 13%，PEG 在 2 倍以上。

具体为什么软件及服务类企业有如此高的估值水平，请参看我们在 2005 年 3 月 25 日发表的深度研究报告：软件及服务行业高估值的合理性分析——兼谈“重资产型企业”“轻资产型企业”估值的必然差异。

总体来说，资产结构越“轻”（资产中固定资产少，生产不依赖于大量的机械设备）的企业在成熟市场估值就越高。在通货膨胀这一长期背景下，这种估值是非常合理的。

十三 股权分置最新进展

公司高管最近刚刚完成了对主要流通股持股机构的拜访工作。目前正处于董事会讨论方案的过程中。公司对解决股权分置比较积极，预计将在 2 到 3 个月拿内出具体方案。我们估计每 10 股流通股获得 2.5 到 3 股对价补偿的可能性较大。

十四 估值及投资建议

从亚信科技在 Nasdaq 的估值来看。亚信按其 04 年，也是其历史第二高利润的年份计算，目前的 PE 为 25 倍，这一估值水平也是亚信历史上最低的估值水平。而按 05 年的预测利润计算，其 PE 高达 60 倍以上。如果我们把 05 年当作亚信的“特殊年份”，而即使考虑到 06 年该公司的业绩增长，则亚信当前的股价对应的 PE 依然高达其 06 年预测每股收益的 32 倍（从我们第十二章对国际估值的比较看，该类公司的确一直有较高的估值水平）。

考虑到亚信利润的不稳定性（上市后仅有 3 年赢利，另外 3 年亏损），以及其比华胜天成低很多的净资产收益率，我们有理由认为华胜天成的 PE 应该高于亚信科技。如果按 PEG 估算，我们估计未来 5 年华胜天成公司净利润的年增长率超过 20%，如果按国际普遍 2 倍以上 PEG 的估值水平则 PE 更会高过 40 倍。按谨慎性原则，我们按最低的估值估计，该公司的合理 PE 为 25 倍。则未来 1 年的目标价格为 27.5 元。

我们认为，该华胜天成公司具备很好的赢利模式，出色的业务扩张能力，优秀的财务状况，诚信进取的管理层以及清晰的发展思路。该公司的各项业务依然将快速增长。从估值水平来看，该公司虽然经过大幅度上涨，但是依然被低估。我们维持原“强烈推荐—A”的投资评级。

十五 附：赢利预测表

表 14 华胜天成电信行业解决方案销售收入预测：（单位：亿元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
支撑系统投资（不含 3G）	70	87	107	116	127	138	150
支撑系统投资（含 3G）	70	87	107	118	163	185	204
市场占有率	7.82%	6.43%	6.48%	6.44%	6.53%	6.61%	6.60%
电信领域销售收入	5.5	5.6	6.9	7.6	10.64	12.236	13.4596

表 15 华胜天成电信行业专业服务销售收入预测：（单位：亿元）

	2004	2005	2006
市场规模	1.97	4.84	8.85

公司市场占有率	38%	31%	26%
专业服务销售收入	0.75	1.5	2.3

表 16 华胜天成各业务分项预测: (单位: 万元)

年份	分类经营项目	营业收入(万元)	占主营业务收入比例	主营业务利润	毛利	占主营业务利润比例
2004	系统集成	75279	82.26%	12974	17.23%	67.91%
	软件	8736	9.55%	1748	20.01%	9.15%
	专业服务	7497	8.19%	4382	58.45%	22.94%
2005	系统集成	105519	77.91%	13608	12.90%	52.22%
	软件	14851	10.97%	3713	25.00%	14.25%
	专业服务	15069	11.13%	8740	58.00%	33.54%
2006	系统集成	129706	73.67%	13624	10.50%	40.76%
	软件	23762	13.50%	7366	31.00%	22.04%
	专业服务	22603	12.84%	12432	55.00%	37.20%

表 17 华胜天成利润预测表: (单位: 万元)

会计年度:	2003 年	2004 年	2005 年 E	2006 年 E
主营业务收入	65869.26	91513.26	135439.62	176071.51
减: 主营业务成本	52112.66	71705.92	108338.38	141297.19
加: 主营业务税金及附加	296.41	702.79	1040.13	1352.17
主营业务利润	13460.19	19104.56	26061.12	33422.15
加: 其他业务利润	-	-	-	-
营业费用	4467.66	5834.25	8634.69	11225.10
管理费用	2307.39	4410.45	5327.47	6425.71
财务费用	161.88	-175.56	-152.45	-98.36
营业利润	6523.27	9035.42	12251.41	15869.71
加: 投资收益	13.56	37.59	6.70	56.98
补贴收入	-	1.72	-	-
营业外收入	40.00	24.22	18.00	32.16
减: 营业外支出	6.45	28.82	14.00	11.52
利润总额	6570.37	9070.13	12262.11	15947.33
减: 所得税	505.93	856.83	1471.45	1913.68
减: 少数股东损益	-	-	403.66	591.65
净利润	6064.44	8213.29	10387.00	13442.00
总股本		9400.00	12220.00	12220.00
EPS		0.87	0.85	1.10

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。