

## 东软集团（600718）：业务支撑系统受益 3G 建设，外包刚性需求仍在 增持（维持）

### 软件及服务

当前股价：13.93 元

报告日期：2009 年 2 月 3 日

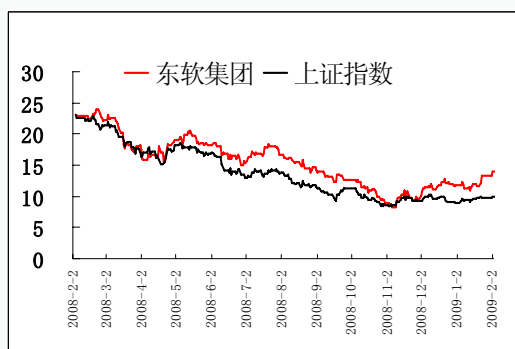
#### 主要财务指标（单位：百万元）

|                | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入           | 2,896  | 4,152  | 5,257  | 6,785  |
| (+/-)          | 7.35%  | 43.38% | 26.63% | 29.07% |
| 营业利润           | 239    | 515    | 712    | 893    |
| (+/-)          | 153.5% | 115.5% | 38.1%  | 25.4%  |
| 归属于母公司<br>的净利润 | 205    | 491    | 639    | 799    |
| (+/-)          | 157.1% | 139.8% | 30.2%  | 24.9%  |
| 每股收益（元）        | 0.73   | 0.52   | 0.68   | 0.85   |
| 市盈率（倍）         | 19     | 27     | 21     | 16     |

#### 公司基本情况（2009 年 2 月 2 日止）

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/已流通 A 股(万股) | 94,430/25,177 |
| 流通市值（亿元）        | 35.07         |
| 每股净资产（元）        | 3.40          |
| 资产负债率（%）        | 34.92         |

#### 股价表现（最近一年）



天相资讯科技组

联系人：刘晓冬、邹高

010-66045570 [liuxd@txsec.com](mailto:liuxd@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

#### 本报告关注点：

- 大规模的3G建设将使得公司业务支撑系统（BSS系统）的下游需求明显增强；
- 由于日本电子制造业对嵌入式软件的需求相对较为刚性，使得公司软件外包业务未来几年的增长预期较为明确；
- 预计公司2008-2010年净利润的年复合增长率在30%左右，未来两年的PEG不到1，具备一定的估值优势；

#### 投资要点：

- 随着电信运营商重组的完成以及 3G 牌照的发放，我国电信投资额有望进一步提升。信息产业部数据显示，大规模的 3G 建设或将为整个电信业带来 2,000-3,000 亿元的投资额，经过测算，公司所处的支撑系统领域将获得 160-240 亿元的投资份额。我们认为，公司在未来两年将受益于下游电信运营商采购力度的加大。
- 金融危机爆发后，日本金融业和电子制造业企业对软件外包业务的需求开始出现分化。公司主要的客户是以东芝和阿尔派为代表的电子制造业企业。由于日本制造业对于嵌入式软件的投资只与其生产的电子产品的种类多少有关，而与相关电子产品的销量无关，因此，与国内其他金融类外包企业相比，公司的外包订单具有更强的需求刚性。
- 目前，我国高端医疗设备的普及率与发达国家相比仍处于较低水平，尤其是CT 和MRI，每百万人拥有的台数还不到日本的十分之一，存在很大的上升空间。公司的数字医疗产品主要有CT 机、核磁共振仪、X 光机、B 超机等。由于医疗系统对嵌入式软件技术要求较高，而东软医疗的软件企业背景使其在这一领域具有其它国内企业所不具备的优势。
- 预测公司2008-2010年EPS分别为0.52元、0.68元和0.85元，相应动态市盈率分别26倍、20倍和16倍。我们认为软件行业上市公司09年的合理市盈率水平应在25-30倍，公司目前的估值具备一定优势。另外根据公司整体上市承诺估算，其2008-2010年净利润的CAGR为30%左右，由此得出2008-2010年公司的PEG分别为0.87、0.67和0.53，具备一定的投资价值。考虑到公司业务支撑系统的收入将在3G建设中实现快速增长，且公司软件外包业务未来两年的订单收入较为明确，维持公司“增持”的投资评级。

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 中国领先的 IT 解决方案与服务供应商 .....        | 4  |
| 1.1 公司历史沿革 .....                    | 4  |
| 1.2 公司主要业务概述 .....                  | 4  |
| 2. 行业解决方案领域的优势将得到巩固和加强 .....        | 5  |
| 2.1 前期“圈地”运动开始进入收获阶段 .....          | 5  |
| 2.2 支撑系统的下游需求将伴随电信投资额的增加而迅速提升 ..... | 6  |
| 2.2.1 3G 牌照发放，公司有望搭乘 3G 顺风车 .....   | 6  |
| 2.2.2 运营商的资本开支将成为关注焦点 .....         | 7  |
| 2.3 传统优势领域的发展情况良好 .....             | 8  |
| 2.3.1 电力信息化领域 .....                 | 8  |
| 2.3.2 政府信息化领域 .....                 | 8  |
| 2.3.3 网络信息安全领域 .....                | 8  |
| 3. 软件外包业务能否开拓新的市场将成为关键 .....        | 10 |
| 3.1 全球金融危机导致 IT 投资增速放缓 .....        | 10 |
| 3.2 订单性质决定公司外包收入仍将保持平稳增长 .....      | 11 |
| 3.3 公司外包业务将面临较为宽松的汇率环境 .....        | 12 |
| 3.4 对公司软件外包业务的深度思考 .....            | 13 |
| 4. 数字医疗业务将受益于人口老龄化而实现自然增长 .....     | 13 |
| 5. 公司重要财务指标分析 .....                 | 15 |
| 6. 盈利预测假设 .....                     | 16 |
| 6.1 盈利预测假设 .....                    | 16 |
| 6.1.1 收入增速和毛利率变化 .....              | 16 |
| 6.1.2 其他假设 .....                    | 17 |
| 6.2 盈利预测 .....                      | 17 |
| 6.3 估值和投资建议 .....                   | 18 |

## 图表目录

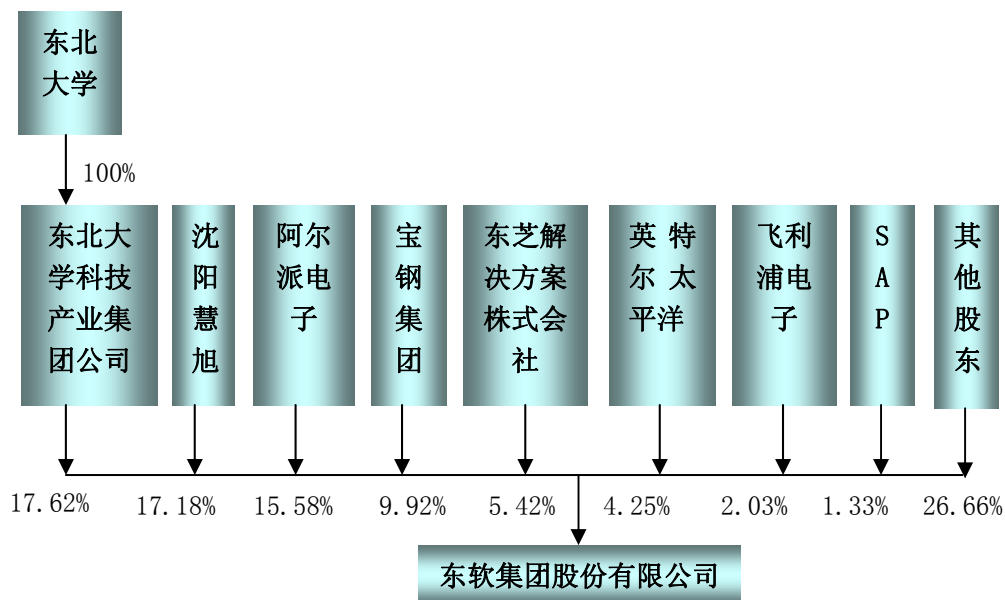
|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 东软集团主要控股股东情况.....                           | 4  |
| 图表 2: 公司历年主营业务收入规模(亿元)及未来预测情况.....                | 5  |
| 图表 3: 东软集团国内软件业务的收入规模与增长情况.....                   | 5  |
| 图表 4: 东软国内解决方案的行业收入结构图.....                       | 5  |
| 图表 5: 支撑软件在电信运维服务各环节中所处的位置.....                   | 6  |
| 图表 6: 3G 受益时间序列关系图.....                           | 6  |
| 图表 7: 我国电信行业固定资产投资额及其增速.....                      | 7  |
| 图表 8: 中国移动资本开支分解.....                             | 7  |
| 图表 9: 中国联通资本开支分解.....                             | 7  |
| 图表 10: 东软集团在信息安全行业中所处的领域.....                     | 8  |
| 图表 11: 3Q2008 我国网络安全厂商市场份额.....                   | 9  |
| 图表 12: 2007 年国内信息安全细分市场规 模.....                   | 9  |
| 图表 13: 2003-2010 年中国网络安全市场规模.....                 | 9  |
| 图表 14: 2003-2010 年中国信息安全行业市场规模及增长率.....           | 9  |
| 图表 15: 国内互联网用户人数及增长情况.....                        | 10 |
| 图表 16: 海外机构对全球 IT 支出增速的预测.....                    | 10 |
| 图表 17: 海外机构对全球各地区 IT 支出增速的预测.....                 | 10 |
| 图表 18: 中国软件离岸外包市场规模及预测.....                       | 11 |
| 图表 19: 全球软件外包市场规模及增长率.....                        | 11 |
| 图表 20: 我国对日软件外包收入增速变化图.....                       | 11 |
| 图表 21: 东软集团软件外包业务收入及增速情况.....                     | 11 |
| 图表 22: 人民币主要外包结算货币的汇率走势(更新至 2009 年 1 月 19 日)..... | 12 |
| 图表 23: 我国软件外包订单来源分季度变动情况.....                     | 13 |
| 图表 24: 对美国客户软件外包发包目的地的调研结果.....                   | 13 |
| 图表 25: 我国 MRI 和 CT 普及率比较(台/百万人).....              | 14 |
| 图表 26: 我国医疗器械与药品销售比例变动趋势图.....                    | 14 |
| 图表 27: 我国人口的年龄结构变化与未来趋势预测图.....                   | 14 |
| 图表 28: 日本人口的年龄结构变化与未来趋势预测图.....                   | 14 |
| 图表 29: 东软营业收入及增长率(考虑模拟合并因素).....                  | 15 |
| 图表 30: 东软集团盈利指标分析(考虑模拟合并).....                    | 15 |
| 图表 31: 公司盈利能力与部分上市公司的比较.....                      | 15 |
| 图表 32: 公司净利润与部分上市公司对比(扣除非经常性损益).....              | 15 |
| 图表 33: 公司主要产品销售收入和毛利率预测(单位: 万元).....              | 16 |
| 图表 34: 东软集团盈利预测表(单位: 万元).....                     | 17 |
| 图表 35: 软件行业重点上市公司 2008 年和 2009 年动态市盈率(单位: 倍)..... | 18 |

## 1. 中国领先的 IT 解决方案与服务供应商

### 1.1 公司历史沿革

东软集团股份有限公司的前身是成立于 1993 年的沈阳东软软件股份有限公司，该公司是由东北大学的下属公司：沈阳东大开放软件系统股份有限公司和沈阳东大阿尔派软件有限公司等多家公司合资成立，于 1996 年成功上市。2007 年 12 月，证监会批准东软股份吸收合并东软集团，并于 2008 年 3 月实施完成，整体上市后，存续公司总股本为 5.25 亿股。2008 年 9 月 23 日，公司股东大会审议通过了每 10 股转增 6 股的半年度分配议案，目前公司总股本已经增至 9.44 亿股。截至 2008 年三季报，公司控股股东为东北大学的全资子公司东北大学科技产业集团有限公司，持股比例为 17.62%。

图表 1：东软集团主要控股股东情况



资料来源：公司公告、天相分析系统、天相投顾整理

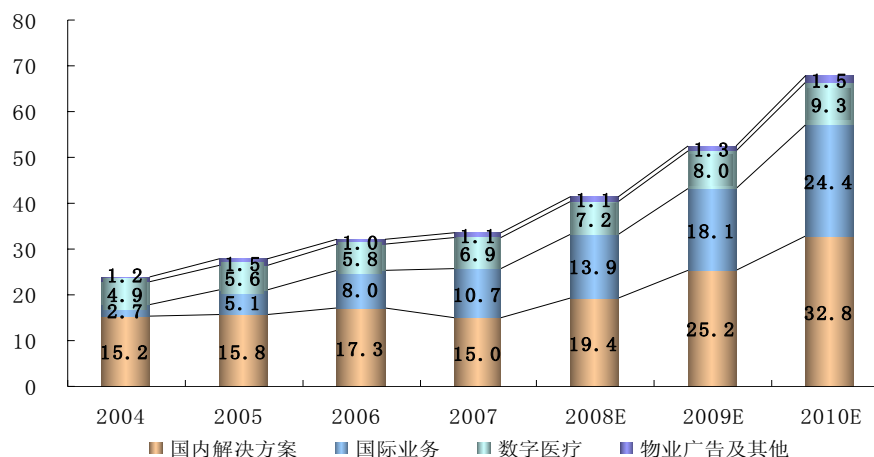
### 1.2 公司主要业务概述

整体上市前后公司各项业务收入比重基本相同，其中系统集成和软件服务业务占比在 70%以上，医疗系统收入占比在 20%以上。系统集成与软件服务业务又可以分为国内系统集成与解决方案业务和国外软件外包服务业务，在国内业务领域，由于市场竞争激烈，企业间相互压价，因此公司的国内软件与系统集成业务毛利率呈下降趋势，目前为 20%左右。

在全球金融危机的冲击下，不同类型的发包方受到的影响是不同的。公司软件外包业务的主要客户为日本的东芝和阿尔派，属于日本电子制造业企业，这类企业相对于 NRI（野村综研）为代表的金融类企业对外包业务的需求更加稳定。2008 年半年报显示，公司软件外包业务实现收入 7,818 万美元，同比增长 32.4%。



图表 2：公司历年主营业务收入规模（亿元）及未来预测情况



数据来源：公司公告，天相投顾整理

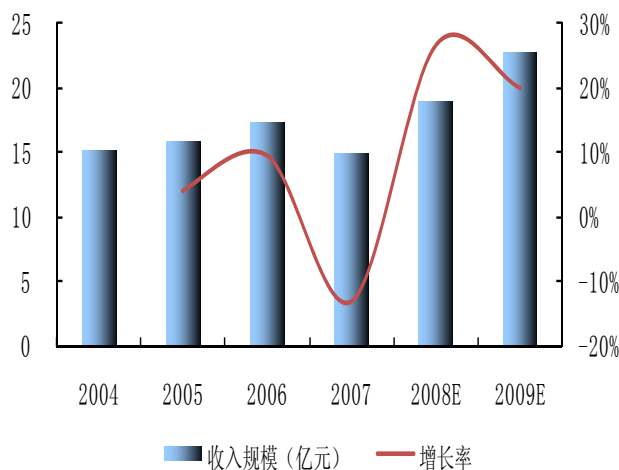
## 2. 行业解决方案领域的优势将得到巩固和加强

### 2.1 前期“圈地”运动开始进入收获阶段

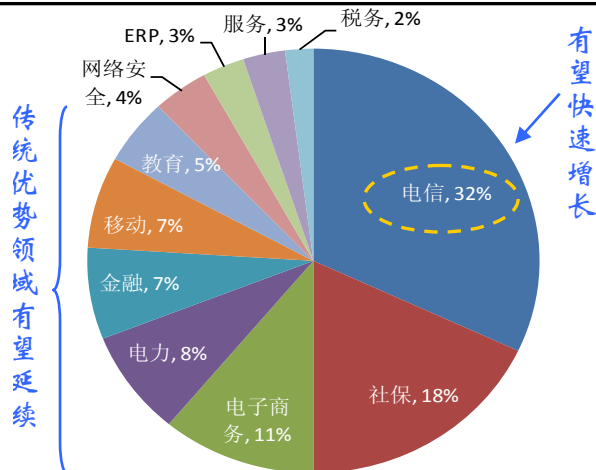
公司的国内系统集成与解决方案业务占营业总收入的比重为 50%左右，该业务主要涉及电信、金融、电力、网络安全等行业，并拥有了中国移动、中国联通、工商银行、浦东发展银行、中国人民公安大学、上海财经大学等一批优质客户。

由于国内市场集中度低、企业间竞争激烈，公司的国内软件及整体解决方案业务收入增长缓慢，同时企业间相互压价，因此公司国内软件业务毛利率不断降低，对此公司采取的策略是先占领市场、再逐步提升盈利能力。考虑到数据的连续性和接口标准的统一，通常用户使用了一家企业的软件产品后，也不得不继续使用该公司的升级版本，因此软件企业的客户资源具有持续性，拥有较高市场占有率的企业会继续保持市场领先地位。

图表 3：东软集团国内软件业务的收入规模与增长情况



图表 4：东软国内解决方案的行业收入结构图



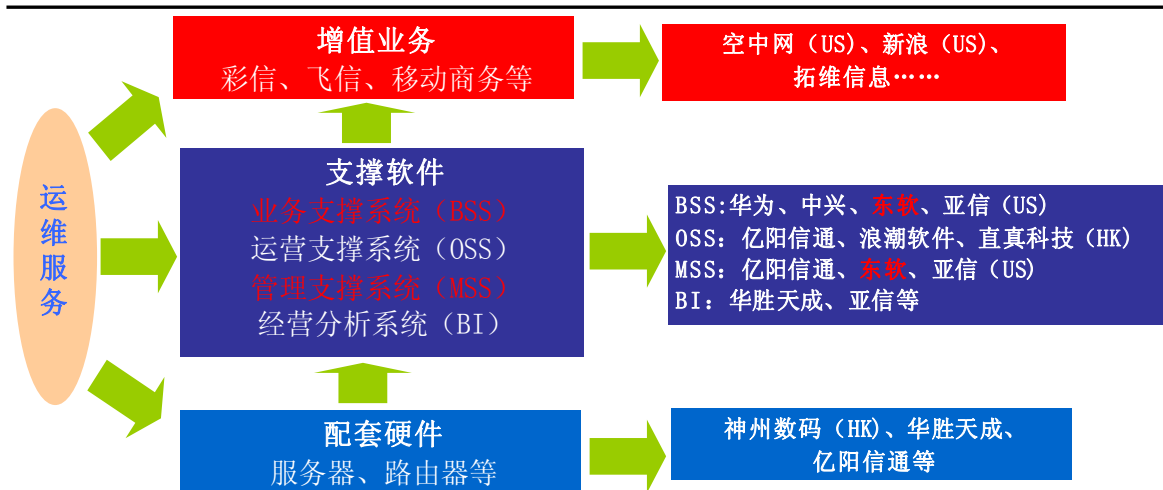
数据来源：公司公告，天相投资顾问有限公司

## 2.2 支撑系统的下游需求将伴随电信投资额的增加而迅速提升

### 2.2.1 3G 牌照发放，公司有望搭乘 3G 顺风车

公司在电信领域的收入来源主要集中在支撑系统的相关服务方面。在经过多年的“圈地”后，公司在电信行业的优势地位已经确立，同时考虑到数据的连续性和系统接口标准的一致性，用户在进行系统升级时会优先选择原有提供商的产品，这也有助于公司继续保持在现有优势领域的领先地位。

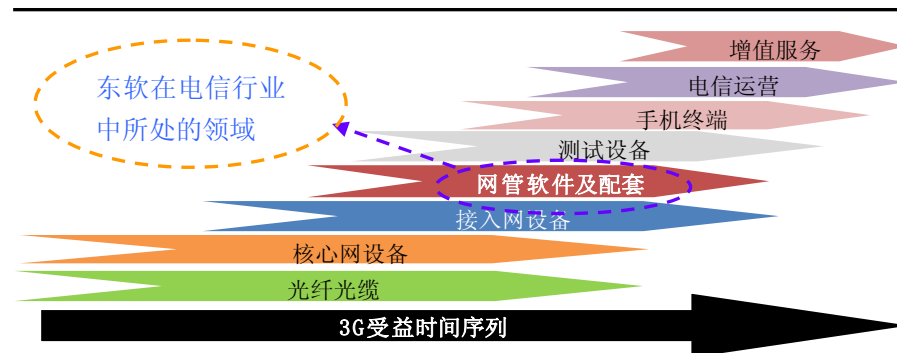
图表 5：支撑软件在电信运维服务各环节中所处的位置



资料来源：天相投资顾问有限公司

随着电信运营商重组的完成以及 3G 牌照的发放，我国电信投资额有望进一步提升。信息产业部数据显示，大规模的 3G 建设或将为整个电信业带来 2,000-3,000 亿元的投资额。高速无线互联技术的应用将使国内各大运营商更加重视对相关增值服务的投入力度，从而使得电信行业的运营支撑软件的下游需求有所增强。

图表 6：3G 受益时间序列关系图



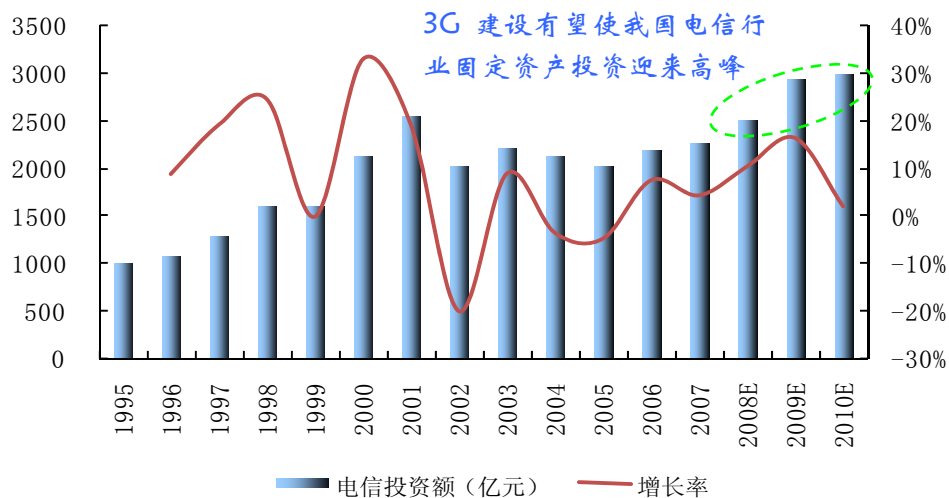
资料来源：武汉凡谷招股说明书，天相投顾整理

运营商作为行业核心，其掌握着全部的电信投资额。其中，投资额的 30% 用于基站设备采购，20% 用于机房建设，5% 用于核心网，10% 用于传输网，8% 用于支撑系统。如果以未来 3G 建设所带来的 2,000-3,000 亿元投资额作为依据进行简单测算，公司所处的支撑系统领域将获得 160-240 亿元的投资。鉴于未来电信运营商对网管支撑系统的需求加大以及公司在 BSS 系统以及 MSS 系统领域处于国内领先地位，公司在电信



领域的业务将很可能实现快速增长。

图表 7：我国电信行业固定资产投资额及其增速

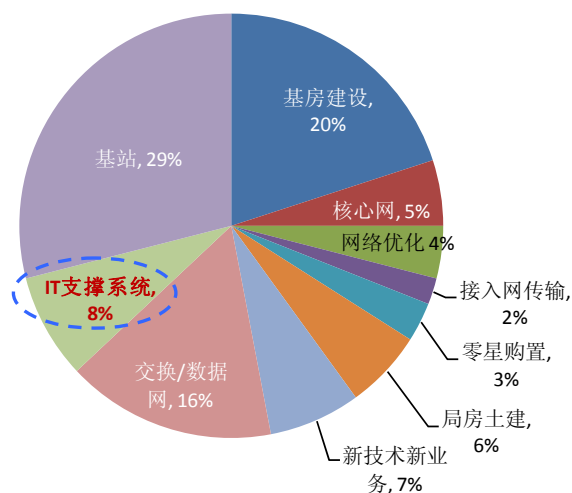


数据来源：工业和信息化部，天相投顾整理

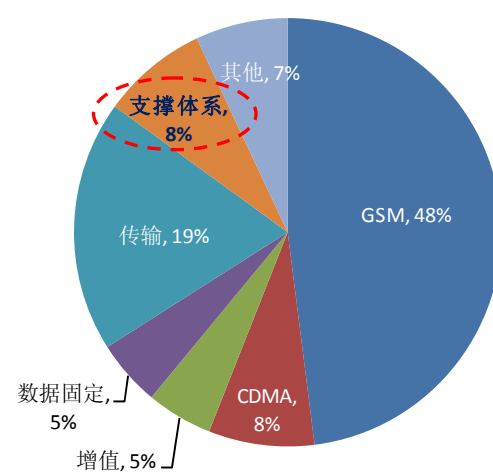
### 2.2.2 运营商的资本开支将成为关注焦点

公司与中国移动、中国联通等主要客户保持着良好、稳定的关系。其电信领域的业务覆盖中国联通的 10 余个省份，中国移动的 12 个省份，中国电信的 10 个省份。我们认为，公司在电信领域未来收入的增长将与电信运营商的资本支出息息相关。目前，公司在电信 BOSS 系统的市场占有率为 30% 左右，随着客户对支撑系统采购力度的不断加大，公司在电信领域的相关业务有望出现快速增长。2007 年公司在电信行业实现收入占其国内解决方案总收入的 32%，占比最大，该领域很可能成为带动公司国内软件业务快速发展的关键。

图表 8：中国移动资本开支分解



图表 9：中国联通资本开支分解



数据来源：天相投资顾问有限公司

## 2.3 传统优势领域的发展情况良好

### 2.3.1 电力信息化领域

东软 2008 年在电力营销、电力生产及数据中心等业务方面保持了持续稳定的发展势头。其核心业务覆盖了国家电网公司总部及 20 余个省级电力公司，成功中标了辽宁、黑龙江、江西、四川、新疆五省国家电网“SG186”工程-营销业务系统等大型项目。

### 2.3.2 政府信息化领域

2008 年，东软在社保行业的领导地位进一步稳固，签定了海南、青海、湖北等地的“金保”项目。同时，公司还完成了大连、湖北等地税系统的版本升级和上线运行，中标了辽宁数字公安二期警务综合系统，成功签订了工商总局“金信”数据中心项目，以及国家海洋局“数字海洋”项目，扩展了新的客户。

### 2.3.3 网络信息安全领域

根据赛迪顾问的统计，2007 年防火墙、杀毒软件和入侵检测是信息安全行业的三大细分市场，份额分别为 30%、20%和 10%。不同的信息安全厂商在各自的细分领域均占有优势地位，任何一个企业都不可能在所有技术上独领风骚。目前，防火墙的市场份额仍占据国内传统网络安全产品的主导地位，而公司在这一领域具备较强的竞争能力。目前，公司网络安全系列产品已经广泛应用于政府、金融、电信、能源等多个领域，并且穿插于国内软件业务的每个环节，成为公司提供全方位解决方案不可或缺的重要因素。据赛迪顾问“2007 年度中国网络安全产品市场分析报告”显示，公司 NetEye 防火墙的市场占有率连续 7 年居榜首。

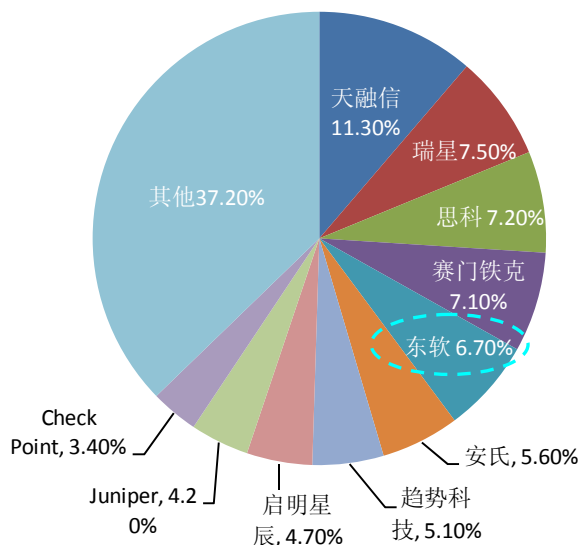
图表 10：东软集团在信息安全行业中所处的领域



数据来源：IDC，天相投资顾问有限公司

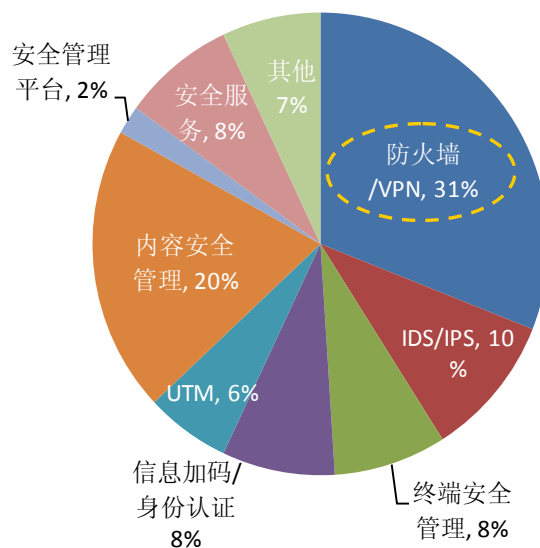


图表 11: 3Q2008 我国网络安全厂商市场份额



数据来源: 易观国际, 天相投顾整理

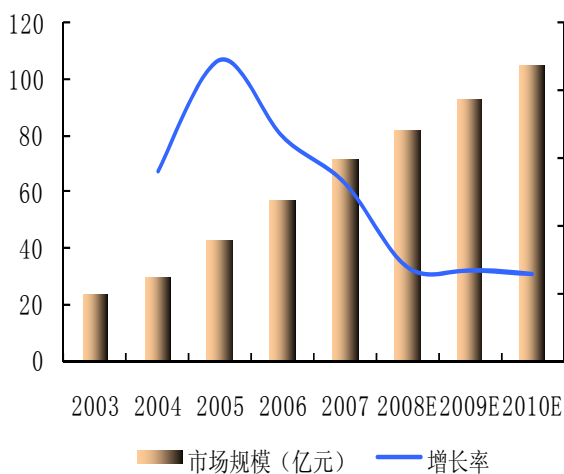
图表 12: 2007 年国内信息安全细分市场规



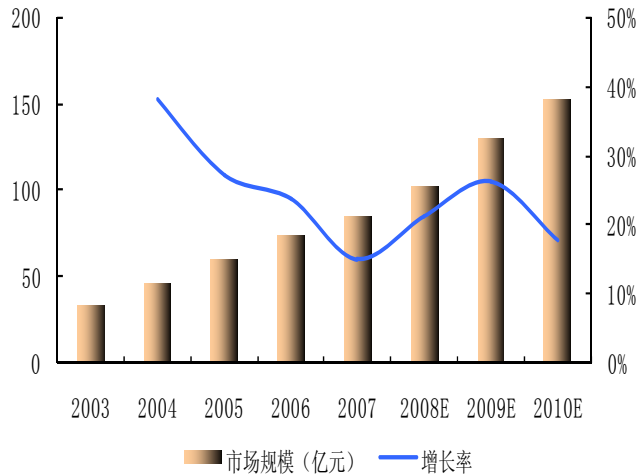
数据来源: CCID, 天相投顾整理

CCID 的数据显示, 2007 年国内信息安全产品市场规模为 66.88 亿元, 同比增长 20.3%。预计 2008-2012 年, 国内信息安全产品市场 CAGR 将达到 23.3%, 到 2012 年市场规模达到 190.71 亿元。

图表 13: 2003-2010 年中国网络安全市场规模



图表 14: 2003-2010 年中国信息安全行业市场规模及增长率

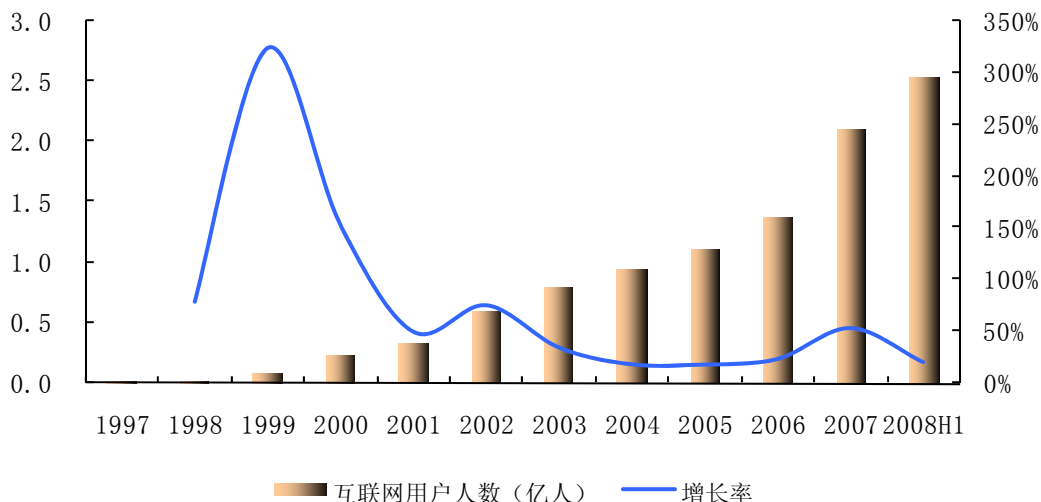


数据来源: 计世资讯 (CCW Research)、CCID, 天相投顾整理

尽管国内信息安全产业市场规模增长较快, 但在全球信息安全产业市场规模所占比例不足 2%。市场研究机构 IDC 的研究数据显示, 2011 年亚太地区的安全解决方案规模将达到 59 亿美元, 年增长率为 15%, 而由于中国大规模部署 IT 系统, 届时中国的市场份额将达到 30%, 近 18 亿美元, 超越澳大利亚成为亚太地区最大的安全市场。

截至 2008 年 6 月底中国网民数量达到了 2.53 亿, 宽带网民数达到 2.14 亿人, 居世界第一位。中国网站数量持续增长, 年增长率为 46.3%。网民以及网站数量的大幅增长将使得公司防火墙产品的下游需求明显增强。

图表 15: 国内互联网用户人数及增长情况



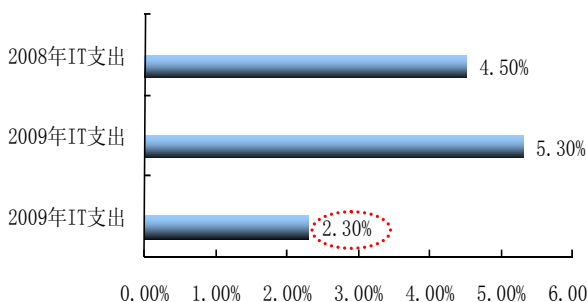
数据来源: CNNIC (中国互联网信息中心), 天相投顾整理

### 3. 软件外包业务能否开拓新的市场将成为关键

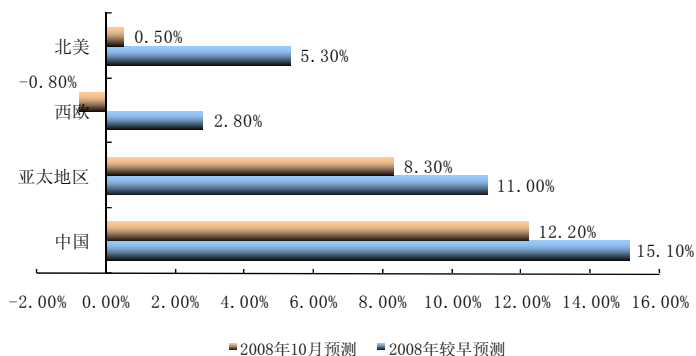
#### 3.1 全球金融危机导致 IT 投资增速放缓

IT 投资规模是衡量一个国家信息化建设投入力度的关键因素, 当全球各大发包国的 IT 投资增速维持在较高水平时, 其对软件外包业务的需求较强。因此, 我们认为, IT 投资增速的变化可以作为软件外包行业未来发展的一个现行性指标。在全球金融危机面前, 各大权威机构纷纷下调了 IT 支出增速的预测, 其中, Gartner 和 Forrester 将 2009 年全球 IT 支出增速的预测由原先的 5.3% 下调至 2.3%, 且以上两个权威机构认为, 欧美地区的 IT 支出增速将出现滞涨甚至负增长的现象。

图表 16: 海外机构对全球 IT 支出增速的预测



图表 17: 海外机构对全球各地区 IT 支出增速的预测



数据来源: Gartner、Forrester, 天相投顾整理

无独有偶, 另一市场权威机构 IDC 也将全球 IT 支出增速由原先预测的 5.9% 大幅下调为 2.9%。同时, IDC 还预计全球 IT 支出要等到 2012 年才能完全复苏, 届时其增长率将可能达到 6%。

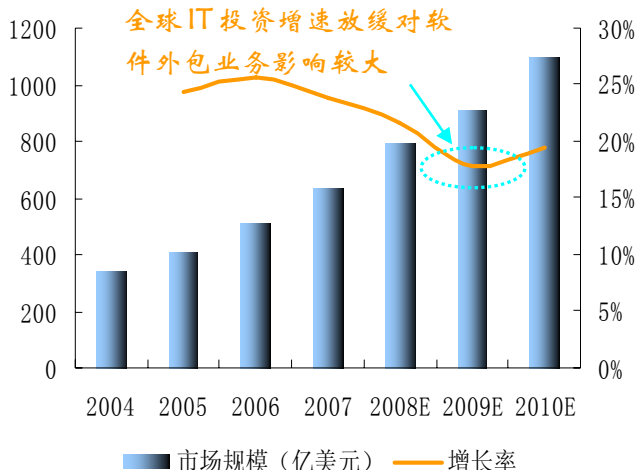


IDC 的研究数据表明,美国 09 年 IT 支出增速可能仅为 0.9%,而我国最大的外包发包国日本,其 09 年 IT 支出增速也只有 1%左右,作为国内规模最大的软件外包企业,东软集团的主要外包订单来源于日本,因此,09 年公司软件外包业务面临的大环境并不是十分乐观。

图表 18: 中国软件离岸外包市场规模及预测



图表 19: 全球软件外包市场规模及增长率

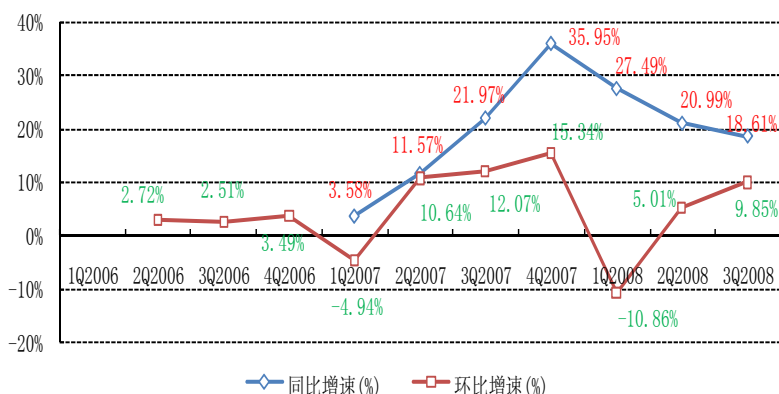


数据来源: IDC, 天相投顾整理

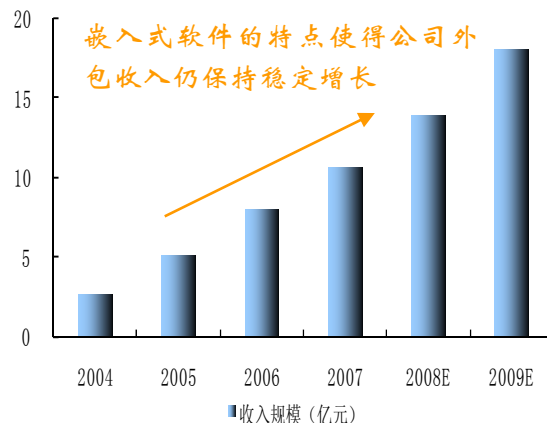
### 3.2 订单性质决定公司外包收入仍将保持平稳增长

金融危机爆发后,日本金融业和电子制造业企业对软件外包业务的需求开始出现分化,由于日本金融业景气度下降,金融企业的 IT 投资额增长缓慢,以 NRI (野村综研) 为代表的金融类发包企业订单时常出现延期甚至取消的情况,因此从 2008 年一季度起,我国对日软件外包的同比增速出现明显回落。

图表 20: 我国对日软件外包收入增速变化图



图表 21: 东软集团软件外包业务收入及增速情况



数据来源: 易观国际、公司公告, 天相投顾整理

公司是目前国内最大的对日软件外包企业,主要的客户是以东芝和阿尔派为代表的电子制造业企业。由于日本制造业对于嵌入式软件的投资只与其生产的电子产品的种类多少有关,而与相关电子产品的销量无关,因此,嵌入式软件业务受日本制造业景气周期的影响较小,具备一定的抵御经济周期的特征。2008 年中报显示,在全球

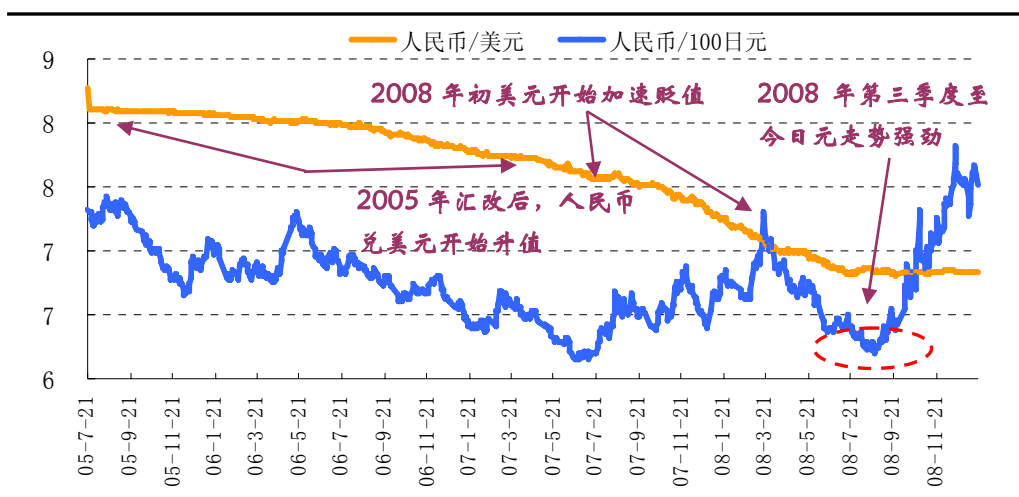
金融危机蔓延到日本的情况下，东软集团软件外包业务仍然实现收入 7,818 万美元，同比增长 32.4%，表现出平稳的发展趋势。

### 3.3 公司外包业务将面临较为宽松的汇率环境

软件外包作为订单驱动型的出口行业，在收入结算时不可避免的受到汇率波动的影响。而我国软件外包订单 80%以上均来源于日本和欧美，其收入按照外币计价，而在确认成本时却按照本币计价，因此，人民币兑日元、美元的汇率波动趋势将在很大程度上决定着我国软件外包企业的盈利空间。

2008 年，东软集团以美元结算的外包业务收入占比将接近 40%，而以日元结算的外包业务收入占比将超过 50%，还有少量业务是以欧元结算的。2005 年汇改以来，人民币兑美元、日元等主要外币均出现了不同程度的升值，严重的挤压了公司的盈利空间。截止 2008 年 10 月人民币兑美元已经累计升值 15.76%，人民币兑日元的累计升值幅度也达到了 6.93%。经过测算，美元汇率每下降 0.1，对公司净利润的影响为-700 万元，日元汇率每下降 0.001，对公司净利润的影响为-560 万元。

图表 22：人民币主要外包结算货币的汇率走势（更新至 2009 年 1 月 19 日）



数据来源：中国货币网，天相投顾整理

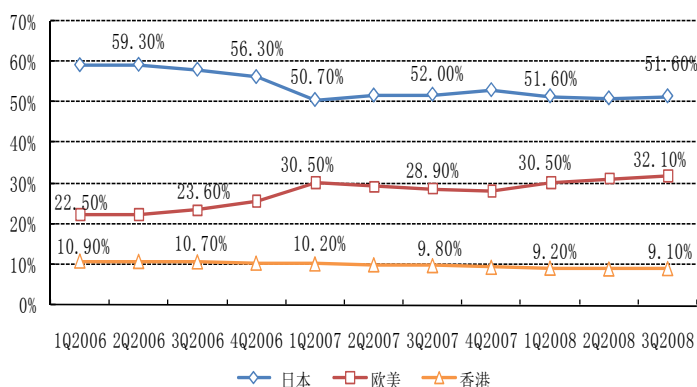
但值得注意的是，2008 年下半年以来，人民币兑美元的升值速度开始明显放缓，而近两月人民币兑日元还出现了一定幅度的贬值。数据显示，2008 年 6 月至 2008 年 10 月，人民币兑美元升值幅度仅为 0.95%，而 2008 年 9-11 月人民币兑日元则贬值了 5.97%。人民币升值幅度的放缓，将使得公司 09 年面对较为宽松的汇率环境。同时公司为防范汇率波动的风险，还制定出比较有针对性的举措：

- 与客户谈判提高报价共担汇率风险；
- 通过远期结售汇操作，在一定程度上降低汇率风险；
- 降低员工闲置率，提高员工工作效率；

### 3.4 对公司软件外包业务的深度思考

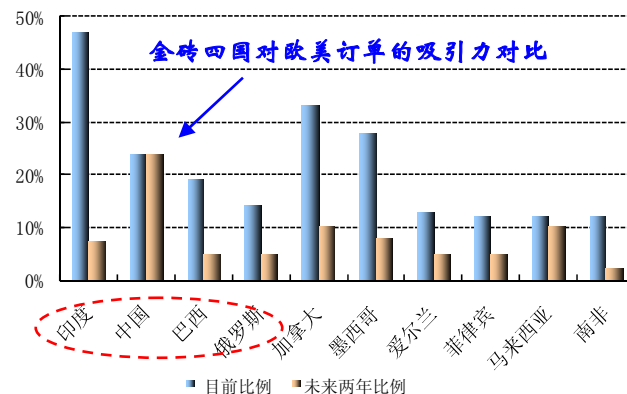
随着我国软件外包行业的崛起，相关企业的接包能力也逐渐得到了提升。目前我国软件外包的主要发包方仍是日本，但欧美订单收入在最近 3 年所占的比重呈现出平稳上升的趋势，由 2006 年第一季度的 22.5% 上升至 2008 年第三季度的 32.10%。我们认为，金融危机前后海外发包方的关注焦点有所不同。金融危机前，由于 IT 支出增速较快，以美国和日本为代表的主要发包国将接包能力、企业信誉、文化差异等作为选择接包方的首选因素；而在金融危机爆发后，全球 IT 支出增速明显回落，接包方的成本优势将越来越被发包方重视。

图表 23：我国软件外包订单来源分季度变动情况



数据来源：易观国际，天相投顾整理

图表 24：对美国客户软件外包发包目的地的调研结果



数据来源：IDC，天相投顾整理

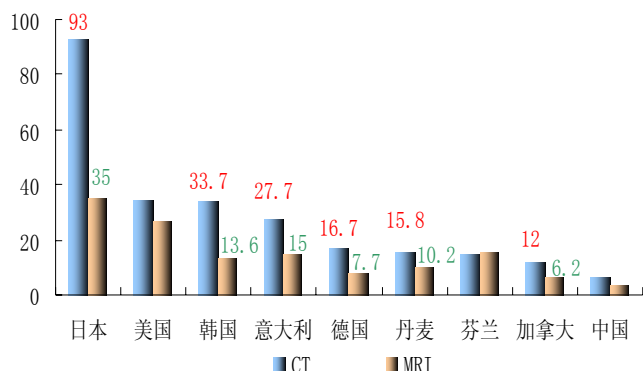
我们预计，在金融危机的影响下，全球 IT 投资意愿下降，欧美发包方为了节约开支，很可能在未来将一部分外包项目转移到人力成本更低的中国市场，届时印度在全球的软件外包市场份额将由现在的 70%-80% 下降到 50% 左右。IDC 针对 1,062 家美国客户进行调研，数据结果显示，预计未来两年中国作为印度最主要的竞争对手，将逐渐成为首选外包目的地之一。公司是目前国内最大的软件外包企业，订单收入的绝大部分均来源于日本，而欧美订单收入的比重较小，但公司对欧美市场一直保持着高度重视。近日，原 SAP 北亚区董事长兼 CEO 克劳斯·西曼被任命为东软集团副总裁兼东软欧洲公司总裁，加之曾在 IBM 就职 27 年的东软集团副总裁方发和兼任东软美国公司总裁，表明公司欲加强海外分支机构的建设，进一步开拓欧美市场的决心。由于欧美订单在质量上普遍高于日本，公司在未来若能成功发展欧美外包业务，将使自身业务面对更为广阔的发展空间。

## 4. 数字医疗业务将受益于人口老龄化而实现自然增长

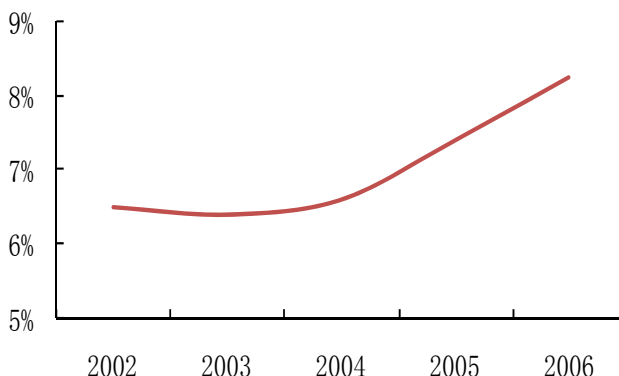
公司的医疗系统业务主要由子公司东软医疗经营，该项业务收入占公司营业总收入的 20% 左右，其主要产品有 CT 机、核磁共振仪、X 光机、B 超机等。由于医疗系统对嵌入式软件技术要求较高，而东软医疗的软件企业背景使其在这一领域具有其它国内企业所不具备的优势。

目前，我国高端医疗设备的普及率与发达国家相比仍处于较低水平，尤其是 CT 和 MRI，每百万人拥有的台数还不到日本的十分之一，存在很大的上升空间。

图表 25：我国 MRI 和 CT 普及率比较（台/百万人）



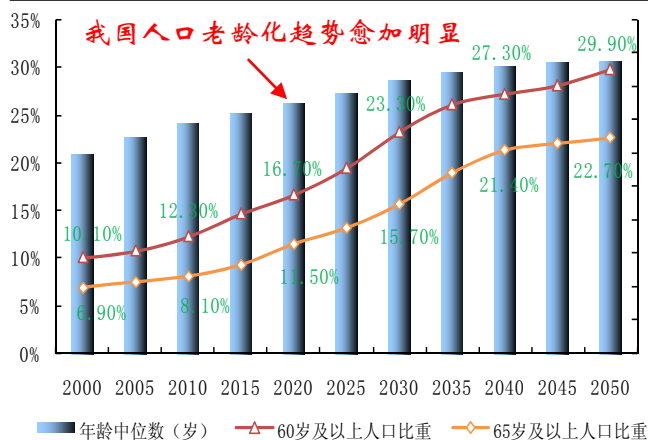
图表 26：我国医疗器械与药品销售比例变动趋势图



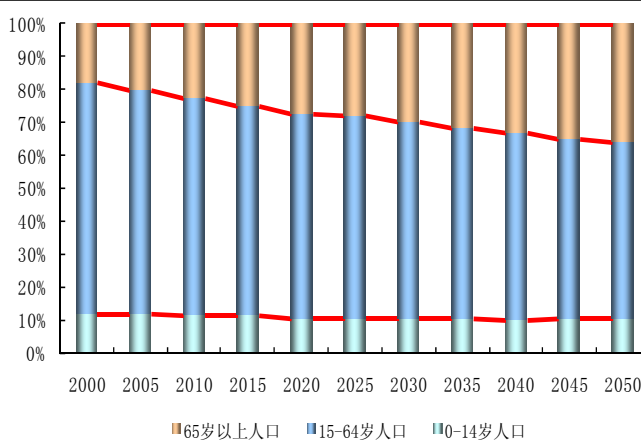
数据来源：CEIC (OECD Health Data)，天相投顾整理

从另一角度考虑，我国医疗器械与药品的销售额之比为 1：8，而在发达国家这一比例为 1：1 左右，因此我国医疗器械行业还有很大的增长空间。预计未来几年来我国医疗器械产业将保持 14% 左右的年均收入增长率，其中占比 75% 的低端市场在未来几年的年均收入增速为 15% 左右。由于国内医疗器械企业的技术水平相对落后，目前，国内高端市场主要被国外企业占据。公司凭借产品的性价比优势，与飞利浦公司合作，进军国内的县级医院市场，预计未来几年公司的医疗系统业务在中低端市场将获得良好发展，收入实现平稳增长。

图表 27：我国人口的年龄结构变化与未来趋势预测图



图表 28：日本人口的年龄结构变化与未来趋势预测图



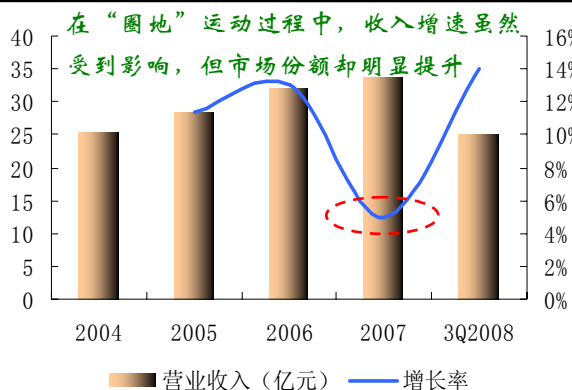
数据来源：联合国社会经济司人口处《世界人口展望 2000》、经合组织，天相投顾整理

我们还可以再换一个思路来考虑国内医疗系统的发展前景。日本从 2000 年开始人口的平均年龄开始呈上升趋势，高端医疗设备的普及率也随之不断上升。根据联合国社会经济司人口处预测，中国人口结构也将逐渐步入老龄化阶段，我们认为，日本医疗设备下游需求增强与其人口的年龄结构变化趋势息息相关，这对于预判我国在这一领域的发展前景将起到启迪和借鉴作用。但考虑到人口老龄化将是一个较为缓慢的过程，因此，我们判断高端医疗设备的下游需求很可能体现为平稳的自然增长，跳跃式爆发性增长的可能性并不大。预计公司数字医疗业务未来两年的收入增速将保持在 12%-14% 之间。

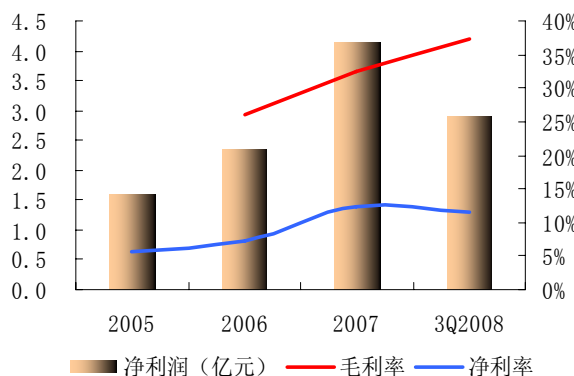
## 5. 公司重要财务指标分析

在国内业务领域，由于市场竞争激烈，企业间相互压价，因此公司的国内软件与系统集成业务毛利率呈下降趋势，目前为 20% 左右。而 2004 年由于数字医疗公司向飞利浦投资公司出售与 CT、MRI、X 线机、B 超产品相关的设备和无形资产而确认了资产转让收益 4.79 亿元，营业外收入的增加使 04 年净利润比 03 年有了较大增长。从 2005 年-2007 年，由于公司毛利率较高的软件外包业务收入连续 3 年保持 40%-50% 的高增长速度，该项业务收入占营业总收入的比重进一步提高，使得公司主营业务毛利率在这一期间增加较快。

图表 29：东软营业收入及增长率（考虑模拟合并因素）



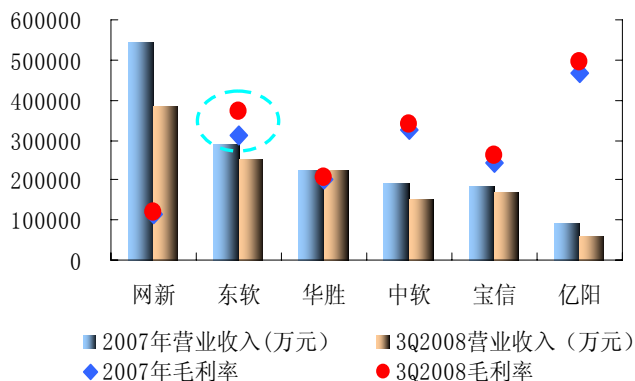
图表 30：东软集团盈利指标分析（考虑模拟合并）



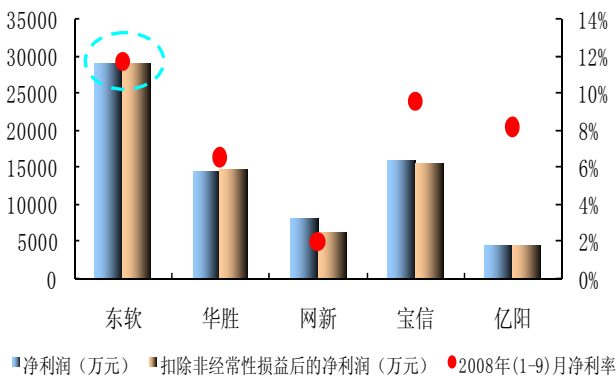
数据来源：公司公告，天相分析系统，天相投顾整理

经过几年的“圈地”，公司在电子政务市场的占有率为 50%，在电信 BOSS 系统市场的占有率为 30%，在电力行业信息化市场的占有率为 10%。公司从 07 年开始注重提高项目质量，控制低端项目过快增长，因此在收入增速下降的同时，毛利率得到提高。随着国内企业信息化的发展，预计未来几年国内系统集成市场规模将保持 15% 左右的年均增速，虽然行业整体毛利率将不断下降，但占据市场优势地位的软件企业通过选择优质订单，将使毛利率维持在较高水平。同时，公司 08 年前三季度在剔除非经常性损益后，其净利润增速预计仍然能够维持在 20% 以上，表现出平稳增长的趋势。值得注意的是，公司的净利润率普遍高于行业信息化领域中其他重点公司，08 年前三季度公司的净利润率达到 11.7%，从另一方面体现了公司在盈利能力方面的优势。

图表 31：公司盈利能力与部分上市公司的比较



图表 32：公司净利润与部分上市公司对比（扣除非经常性损益）



数据来源：公司公告，天相分析系统，天相投顾整理

## 6. 盈利预测假设

### 6.1 盈利预测假设

#### 6.1.1 收入增速和毛利率变化

我们对公司 2008-2010 年各项业务的收入和净利润的假设如下：

- 由于全球金融危机的影响，2008 年前三季度我国离岸软件外包行业的收入增速下降至 19.53%，预计 09 年我国外包收入增速将维持在 20%左右。鉴于公司外包业务来源于电子制造业，受金融危机冲击相对较小，因此外包收入增速应高于行业平均水平。
- 预计 2009 年人民币兑美元升值幅度将有所减缓，兑日元将出现一定程度的贬值。综合来看，汇率变动对公司的影响较 08 年宽松，公司外包业务毛利率有可能小幅上升。
- 公司国内系统集成和整体解决方案业务将由于电信支撑系统下游需求的提升而呈现出增长的趋势，同时，考虑到公司的规模优势明显，具有选择优质订单的能力，预计毛利率将保持稳定。
- 预计 2008 年公司数字医疗业务的收入将小幅增长，未来两年增速将维持在 12%-14%之间。由于医疗器械的需求方对产品的质量要求高于产品价格，因此预计医疗系统的毛利率将保持稳定。
- 预计公司能够顺利达成其整体上市承诺：即 2008 年公司将实现归属母公司所有者净利润不低于 48,533 万元；2009 年公司将实现归属母公司所有者净利润不低于 63,093 万元。

图表 33：公司主要产品销售收入和毛利率预测（单位：万元）

|               | 2007           | 2008E          | 2009E          | 2010E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>国内软件业务</b> | <b>151,380</b> | <b>193,766</b> | <b>251,896</b> | <b>327,465</b> |
| 增长率           | -10.00%        | 28.00%         | 30.00%         | 30.00%         |
| 毛利率           | 24.00%         | 25.00%         | 25.00%         | 25.00%         |
| <b>软件外包业务</b> | <b>75,932</b>  | <b>139,107</b> | <b>180,840</b> | <b>244,134</b> |
| 增长率           | 64.00%         | 83.20%         | 30.00%         | 35.00%         |
| 毛利率           | 42.00%         | 38.00%         | 40.00%         | 34.00%         |
| 合计：软件与系统集成业务  | 227,312        | 332,874        | 432,736        | 571,599        |
| 增长率           | 5.97%          | 46.44%         | 30.00%         | 32.09%         |
| 毛利率           | 30.01%         | 30.43%         | 31.27%         | 28.84%         |
| <b>医疗系统业务</b> | <b>60,320</b>  | <b>71,781</b>  | <b>80,394</b>  | <b>92,453</b>  |
| 增长率           | 15.00%         | 19.00%         | 12.00%         | 15.00%         |
| 毛利率           | 40.00%         | 40.00%         | 41.00%         | 42.00%         |
| 其它业务          | 3,000          | 10,500         | 12,600         | 14,490         |
| 增长率           | 0.00%          | 250.00%        | 20.00%         | 15.00%         |
| 毛利率           | 70.00%         | 70.00%         | 70.00%         | 70.00%         |

数据来源：公司公告，天相投顾整理

### 6.1.2 其他假设

预测公司 09 年管理费用率为 10.9%，销售费用率为 8.5%，随着公司的扩张，规模效益得以显现，预计期间费用率将不断降低。所得税税率方面，公司 08 年依然被评为国家规划布局内的重点软件企业，享受 10% 的所得税优惠税率，而东软医疗和大部分子公司的所得税税率为 15%，因此我们预计未来几年公司及子公司的所得税税率平均为 14% 左右。

### 6.2 盈利预测

图表 34：东软集团盈利预测表（单位：万元）

| 单位：万元          | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入        | 269,719 | 289,556 | 415,154 | 525,730 | 678,542 |
| 营业总收入增长（%）     | 20.11%  | 7.35%   | 43.38%  | 26.63%  | 29.07%  |
| 主营业务毛利率（%）     | 22.32%  | 27.94%  | 33.57%  | 33.88%  | 31.88%  |
| 二、营业总成本        | 263,594 | 268,642 | 366,505 | 456,734 | 591,154 |
| 营业税金及附加        | 2,533   | 3,278   | 3,736   | 4,732   | 6,107   |
| 资产减值损失         | 0       | 1,100   | 3,000   | 0       | 0       |
| 期间费用           | 51,546  | 55,620  | 83,979  | 104,364 | 122,852 |
| 其中：销售费用        | 23,210  | 25,781  | 25,753  | 44,424  | 57,676  |
| 管理费用           | 26,901  | 29,403  | 56,150  | 57,311  | 61,783  |
| 财务费用           | 1,435   | 435     | 2,076   | 2,629   | 3,393   |
| 期间费用率（%）       | 19.11%  | 19.21%  | 20.23%  | 19.85%  | 18.11%  |
| 加：公允价值变动净收益    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资净收益          | 1,134   | 3,011   | 2,900   | 2,200   | 1,900   |
| 三、营业利润         | 9,439   | 23,924  | 51,549  | 71,196  | 89,288  |
| 营业利润增长（%）      | —       | 153.46% | 115.47% | 38.11%  | 25.41%  |
| 营业利润率（%）       | 3.50%   | 8.26%   | 12.42%  | 13.54%  | 13.16%  |
| 加：营业外收入        | 134     | 2,698   | 6,300   | 4,000   | 4,500   |
| 其中：补贴收入        | —       | —       | 1,591   | 2,015   | 2,600   |
| 减：营业外支出        | 235     | 161     | 3,300   | 200     | 200     |
| 四、利润总额         | 10,965  | 26,461  | 54,549  | 74,996  | 93,588  |
| 利润总额增长（%）      | -79.01% | 141.33% | 106.15% | 37.48%  | 24.79%  |
| 减：所得税          | 2,299   | 3,882   | 7,637   | 10,499  | 13,102  |
| 实际所得税率（%）      | 20.97%  | 14.67%  | 14.00%  | 14.00%  | 14.00%  |
| 五、净利润          | 8,971   | 22,579  | 46,912  | 64,496  | 80,486  |
| 净利润增长（%）       | -78.24% | 151.69% | 107.77% | 37.48%  | 24.79%  |
| 其中：归属母公司所有者净利润 | 7,967   | 20,485  | 49,112  | 63,946  | 79,881  |
| 母公司净利润增长（%）    | -70.62% | 157.11% | 139.75% | 30.20%  | 24.92%  |
| 净利润率（%）        | 2.95%   | 7.07%   | 11.83%  | 12.16%  | 11.77%  |
| 少数股东损益         | 1,003   | 2,094   | -2,200  | 550     | 605     |
| 基本每股收益（元/股）    | 0.28    | 0.73    | 0.52    | 0.68    | 0.85    |

数据来源：天相投资顾问有限公司

### 6.3 估值和投资建议

根据我们做的盈利预测，东软集团 2008-2010 年相应的动态市盈率分别 27 倍、21 倍和 16 倍，我们认为软件行业上市公司 09 年的合理市盈率水平应在 25-30 倍，公司目前的估值具备一定优势。另外根据公司整体上市承诺估算，其 2008-2010 年净利润的 CAGR 为 30%左右，由此推算出 2008-2010 年公司的 PEG 分别为 0.90、0.70 和 0.53，具备一定的投资价值。同时，软件行业重点上市公司 08 年和 09 年的平均动态市盈率分别为 30 倍和 24 倍，公司的估值低于重点公司的平均市盈率水平，考虑到公司业务支撑系统的收入将在 3G 建设中实现快速增长，且公司软件外包业务未来两年的订单收入较为明确，维持公司“增持”的投资评级。

图表 35：软件行业重点上市公司 2008 年和 2009 年动态市盈率（单位：倍）

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 08PE  | 09PE  |
|--------|------|------|-------|-------|
| 002063 | 远光软件 | 增持   | 23.20 | 16.85 |
| 002065 | 东华合创 | 增持   | 26.70 | 18.41 |
| 002073 | 青岛软控 | 增持   | 17.76 | 12.59 |
| 002230 | 科大讯飞 | 中性   | 39.67 | 29.09 |
| 002095 | 生意宝  | 中性   | 36.57 | 29.00 |
| 002153 | 石基信息 | 增持   | 31.80 | 21.30 |
| 002178 | 延华智能 | 中性   | 45.90 | 38.25 |
| 600271 | 航天信息 | 买入   | 25.91 | 19.99 |
| 600289 | 亿阳信通 | 增持   | 39.78 | 29.52 |
| 600410 | 华胜天成 | 增持   | 24.19 | 16.00 |
| 600446 | 金证股份 | 中性   | 29.39 | 20.65 |
| 600536 | 中国软件 | 中性   | 33.52 | 28.28 |
| 600570 | 恒生电子 | 中性   | 31.93 | 28.46 |
| 600571 | 信雅达  | 中性   | 20.53 | 22.94 |
| 002253 | 川大智胜 | 中性   | 53.51 | 41.99 |
| 002232 | 启明信息 | 买入   | 27.30 | 19.55 |
| 600588 | 用友软件 | 增持   | 29.58 | 21.21 |
| 002195 | 海隆软件 | 中性   | 30.13 | 25.10 |
| 600718 | 东软集团 | 增持   | 26.79 | 20.49 |
| 600756 | 浪潮软件 | 中性   | 18.31 | 27.95 |
| 600845 | 宝信软件 | 增持   | 18.27 | 13.70 |
| 平均     |      |      | 30.04 | 23.87 |

数据来源：天相投顾整理 注：收盘价以 2009 年 2 月 2 日为准

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014            |