

分析师： 马先文 陈志坚 何之渊 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

订单充裕，增长确定

事件描述

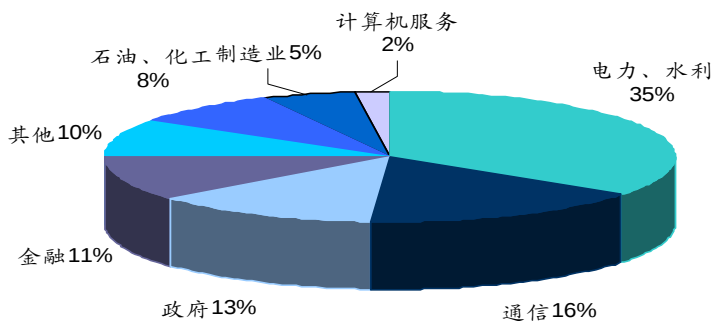
近期调研了东华合创，并与公司高管进行了交流

事件评论

第一，下游需求稳定，订单充裕确保 09 年业绩快速增长

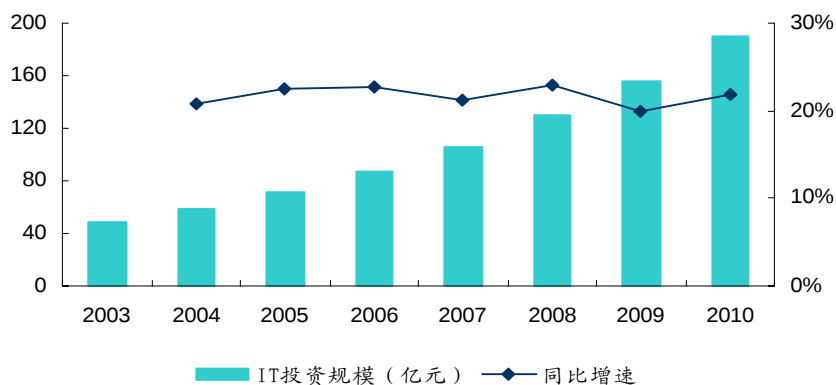
从东华合创的收入构成来看，电力、水利、通信、政府和金融是其收入的主要来源，这些行业受宏观经济影响较小。而受金融危机影响较大的制造业占公司收入比例仅为5%。我们认为，在当前经济下滑的背景下，国家固定资产投资的拉动使公司下游主要客户IT投资需求仍然较为稳定，从而使公司订单增长较快。

图 1：东华合创分行业收入结构（2008 年中报数据）



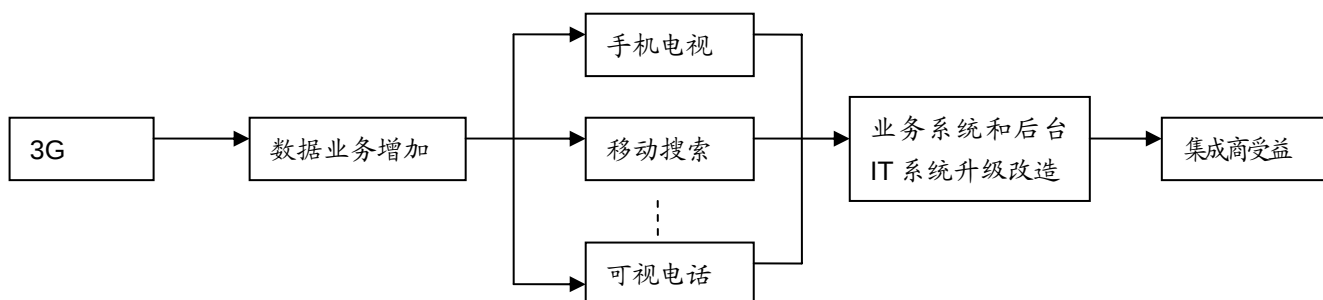
资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们从公司下游行业发展趋势来看，电力行业未来几年仍然处于投资增长期，从而会推动电力行业的 IT 投资额。事实上，中国电力行业由于管理体制的原因，其信息化进程较慢，尤其是在 ERP、数据集中、核心骨干网建设方面尚未成熟，在此背景下，国家电网已推出 SG186 工程建设，其目的在于建成“纵向贯通、横向集成”的一体化企业级信息集成平台，全面提高整个电网的信息化水平，这其中必然牵涉大量的系统集成建设，从而为东华合创在该领域的发展提供良好机遇。

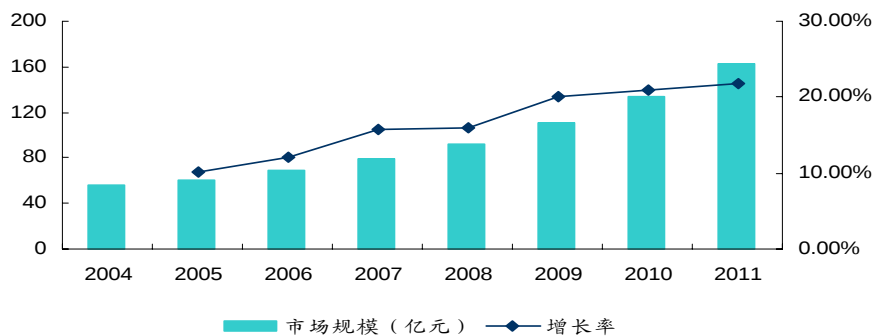
图 2: 电力行业 IT 投资额


资料来源：计世资讯，长江证券研究部

对于通信行业，09 年的焦点莫过于 3G 盛宴的拉开，3G 产业链上除了运营商、设备商、增值服务商和终端厂商外，从事系统集成的电信 IT 服务商同样也扮演着十分重要的角色。尽管其处于 3G 产业链的后端，且受益时间与设备商相比相对滞后，但从长远来看，3G 对其仍然形成利好。对于电信 IT 服务商而言，3G 建设和 2G 扩容必然带来电信系统集成的庞大需求，同时，3G 时代数据业务的扩展（移动搜索、移动邮件、手机电视等）和移动用户的增加将促进业务系统和后台 IT 系统的改造升级，进而对国内从事电信系统集成业务的厂商带来发展良机。

图 3: 3G 业务对集成商和运维商传导路径


资料来源：长江证券研究部

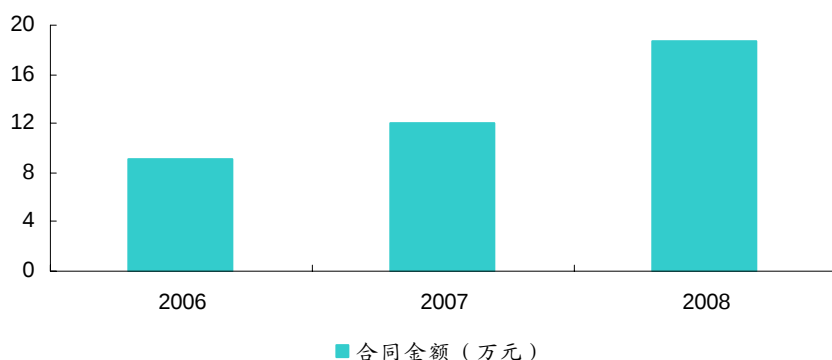
图 4: 电信业应用软件投资额


资料来源：IDC，长江证券研究部

对于政府和金融行业的发展前景，我们认为，在电子信息产业振兴规划出台的背景下，政府领域软件国产化政策对国内从事政府领域的软件厂商形成利好，而对于东华合创而言，其用于政府部门的OA办公信息自动化系统、农产品流通领域数字平台、数字化烟草整体解决方案等自主产品有望取得快速增长。同时，金融行业信息化投资并没有放缓的迹象，尤其在金融危机后，通过信息化手段实现内部安全管理变得尤为重要，银行业在数据集中、流程再造、业务系统升级等方面投入将加大。我们认为，中国大型股份制银行信息化程度较高，而城商行、农信社信息化程度仍然较低，未来成长空间较大。东华合创去年收购联银通后，公司在金融领域实力得到进一步加强，在银行业的系统集成、IT服务领域形成了较为领先的实力，其客户由二三线城市商业银行拓展至股份制商业银行和发达城市商业银行，而目前收购华信北美事宜仍在协商中，如09年华信北美收购成功，公司在银行领域实力将进一步提升。

通过以上分析，我们认为，公司下游需求较为稳定，这意味着公司受宏观经济影响较小，事实上，从公司签单情况来看，08年全年签单18.63亿元，比去年同期增长55.25%，而从公司09年1、2月份订单情况来看，与去年同期相比也有较大幅度增长，且公司订单很大一部分需跨期结算，因此公司09年业绩保持快速增长问题不大。

图 5：东华合创近几年合同签单额



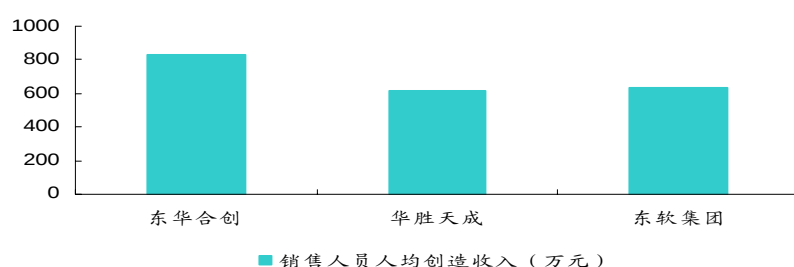
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，短期前景较好，长期仍需考察

我们认为，东华合创所从事的系统集成行业，企业在招标过程中无非看四点：行业资质、项目经验、客户关系和现金流。从行业资质来看，东华合创具备计算机信息系统集成壹级资质、国家保密局批准的涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质、CMM四级认证和CMMI五级认证，其资质与国内同类企业相比优势明显。从项目经验来看，由于东华合创实行的是“大客户”战略，故其在项目实施方面经验较为丰富，与国内众多系统集成商相比，项目经验是其主要竞争优势之一。

此外，从客户关系方面看，东华合创的竞争优势主要体现在两方面，一是其客户资源，二是公司具备的高效率的销售队伍。目前，5大发电集团中的4个、输配电企业一半都是公司客户，同时，公司与各地运营商、中小型银行及政府均保持着良好的关系。公司70%收入来自老客户表明其在投标过程中，原有客户中标率较高。另一方面，我们从公司07年年报的人员结构中可以看出，公司销售人员96人，创造收入7.98亿，人均创造收入远高于国内同类企业。

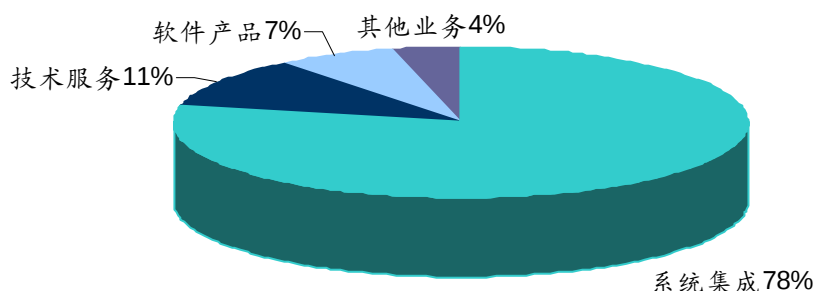
图 6：销售人员人均创造收入比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，东华合创在行业资质、项目经验和客户关系上具备较强的竞争力，而目前的现金流支撑当前规模的项目实施问题不大，同时由于其下游客户近几年信息化仍处于大规模建设阶段，我们预计东华合创未来两年订单仍将保持稳定增长。但从长远来看，东华合创目前的模式面临发展瓶颈，一是现金瓶颈，由于公司项目需自己先用自由资金垫支，公司发展到一定规模后，对现金流要求更高，这对东华合创来说是挑战。二是从东华合创目前的收入构成来看，软件和服务比重较小，但从长远来看，唯有软件和服务是长期利润的源泉，因为单纯项目集成在信息化中后期将面临增长瓶颈。

图 7：东华合创收入结构（2008 年中报数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，我们给予公司“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.84、1.11 元，公司未来 2 年成长性较好，但目前股价已基本上反映公司增长预期，可能超出市场预期的是，09 年公司还将通过外延式扩张做大做强，如果 09 并购有所收获，其业绩可能超出市场预期。目前股价对应 09 年 PE 为 22 倍，我们首次给予“谨慎推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	798	1142	1618	2127	货币资金	304	160	168	213
营业成本	629	871	1234	1618	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	169	271	384	509	应收账款	222	335	475	624
% 营业收入	21.2%	23.7%	23.7%	23.9%	存货	323	473	636	834
营业税金及附加	6	8	12	15	预付账款	91	129	183	240
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	25	29	40	53	流动资产合计	960	1126	1503	1964
% 营业收入	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	45	57	81	106	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	10	10	10
财务费用	0	1	0	0	投资性房地产	7	22	22	22
% 营业收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	125	178	232	289

资产减值损失	2	0	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	93	176	249	332
% 营业收入	11.6%	15.4%	15.4%	15.6%
营业外收支	10	13	16	18
利润总额	103	189	265	350
% 营业收入	12.9%	16.6%	16.4%	16.4%
所得税费用	8	11	27	35
净利润	95	178	239	315
归属于母公司所有者的净利润	94.7	178.4	238.6	314.9
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.33	0.63	0.84	1.11

现金流量表 (百万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流净额	-14	40	109	154
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	-10	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-28	-61	-66	-71
其他	-4	-15	0	0
投资活动现金流净额	-32	-86	-66	-71
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	60	-70	0	9
筹资成本	16	-28	-35	-47
其他	-32	0	0	0
筹资活动现金流净额	44	-98	-35	-38
现金净流量	-2	-144	8	45

无形资产	3	3	3	3
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	1097	1339	1771	2289
短期贷款	70	0	0	9
应付款项	89	122	172	226
预收账款	276	400	566	745
应付职工薪酬	6	8	11	14
应交税费	6	8	15	20
其他流动负债	1	2	3	4
流动负债合计	448	538	768	1018
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4

负债合计	452	542	772	1022
归属于母公司所有者权益	645	797	1000	1267
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	645	797	1000	1267
负债及股东权益	1097	1339	1771	2289

基本指标

EPS	0.334	0.628	0.840	1.109
BVPS	4.99	6.16	7.73	9.80
PE	54.16	28.76	21.51	16.30
PEG	1.10	0.58	0.44	0.33
PB	3.62	2.93	2.34	1.84
EV/EBITDA	49.28	26.79	19.07	14.21
ROE	14.7%	22.4%	23.9%	24.8%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

何之渊，复旦大学产业经济系数量经济专业硕士，复旦大学材料系电子科技专业学士，从事家电、电子行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。