

2009-03-29

应用软件

东软集团 600718.SH

软件外包有望保持较快增长

◆ 事件：公司公布 2008 年报

◆ 完成业绩承诺，外包业务增幅较大

2008 年公司营业收入 37.11 亿元，归属母公司的净利润 4.91 亿元，同比分别增长 10.3%、18.2%，每股收益为 0.52 元，完成公司整体上市时的业绩承诺。

如若剔除四川地震导致的 3,636 万损失，公司净利润实际增长 27%。

公司业务包括对日软件外包、国内行业解决方案和医疗系统三部分。08 年，虽然日本经济下滑严重，但是由于公司对日软件外包渊源已久、品牌良好，并且大部分集中在嵌入式系统，因此外包整体仍保持了近 30% 的增长；国内行业解决方案总体保持平稳增长，虽然奥运维稳以及国内下半年行业需求有所下滑造成一些影响，但据测算增长依然在 8.5% 左右；医疗系统国际市场销售保持快速增长，然而国内市场销售受制于新产品推出较慢，医疗收入整体小幅下滑 3.1%。

◆ 毛利率提升将成为趋势，现金流历史最好

按照公司整体上市前报表进行回溯合并考察，06 到 08 年产品利润率分别为 28.1%、33.5% 和 36.5%，呈现快速上升趋势。我们认为这主要是毛利率较高的软件外包收入增长迅速以及公司整体软件收入占比增加所致，反映出公司盈利能力不断增强的趋势。

由于回款力度加强，公司 08 年经营活动现金流达到历史最好水平，平均每股为 0.78 元，这无疑增加了公司抵御经济下滑风险的能力。

◆ 软件外包仍有望保持较快增长，国内行业解决方案上升势头喜人

公司发展软件外包和国内行业解决方案业务的战略布局符合软件行业发展的大方向，在未来的竞争中拥有先发优势、质量管理优势和人力成本领先优势，胜出的概率较大，未来将有可能率先成为我国第一个世界级的软件公司。

当前日本经济虽然下滑较为严重，不过我们认为日本软件对外发包需求刚性较大，尤其是公司的嵌入式系统外包应该波动不大，并且公司一直在大力拓展欧美市场。结合公司对日本具体情况的分析后，我们保守预计 09 年公司外包收入增长在 15%~20% 之间，增幅将同比有所放缓。

国内行业解决方案受益于政府投资拉动、运营商 3G 建设投资等利好因素，09 年初以来，公司电信、电力、社保业务增长喜人，上述三个领域的贡献占行业解决方案总收入达到 70% 以上，我们预计此业务有望保持 20~25% 增长。

医疗系统需求较为刚性，将会维持稳定增长。

◆ “增持”评级和风险提示

保守估计公司未来三年净利润复合增长率超过 30%，综合考虑公司的行业地位，予以 09 年公司外包业务 28 倍 PE，其他业务 25 倍 PE，暂时给予“增持”评级。

风险提示：日本经济下滑严重影响公司外包增长。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,896	3,711	4,337	5,368	6,805
营业收入增长率	5.17%	28.17%	16.86%	23.77%	26.78%
净利润（百万元）	205	491	638	826	1,082
净利润增长率	178.88%	139.58%	29.93%	29.58%	30.99%
EPS（元）	0.73	0.52	0.68	0.87	1.15
ROE	12.54%	12.89%	15.74%	17.51%	19.36%
P/E	22	31	24	18	14
P/B	2	4	4	3	3
EV/EBITDA	14	26	17	13	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

增持

当前价格	15.99 元
目标价格	18.00 元
目标期限	3 个月

分析师：

陈勇 周励谦

021-22169999*9177/9175

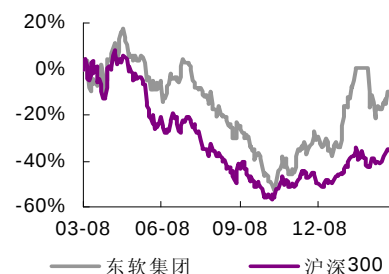
chenyong_yjs@ebsecn.com

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	944
总市值(百万元)	15,099
流通比例(%)	26.66%
12 个月最高/最低(元)	37.67/8.03
近 3 月日均成交量(百万股)	5.52
主要股东	东北大学科技产业集团有限公司

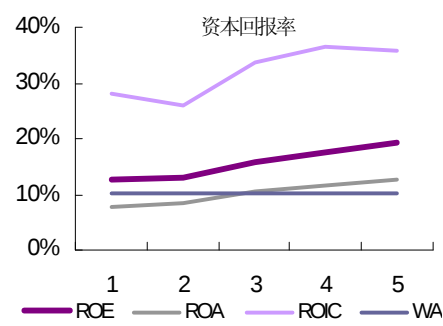
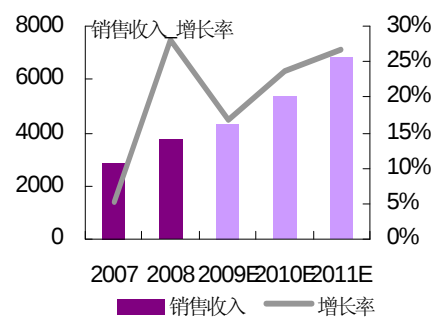
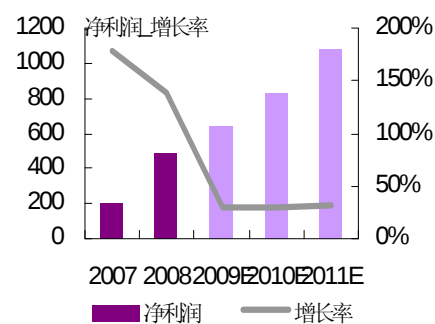
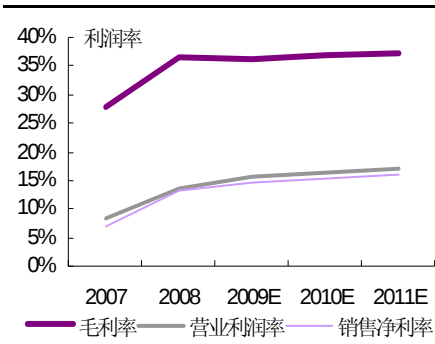
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-25.89	-0.51	25.29
绝对收益	-9.15	33.69	-10.93

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,896	3,711	4,337	5,368	6,805
营业成本	2,086	2,355	2,767	3,388	4,274
EBITDA	269	542	832	1,057	1,364
折旧和摊销	89	95	102	108	114
销售费用	258	287	331	397	508
管理费用	294	517	558	681	831
财务费用	4	5	-11	-14	-14
公允价值变动损益	0	-9	0	0	0
投资收益	30	35	30	20	20
营业利润	239	503	674	876	1,151
利润总额	205	491	754	976	1,276
少数股东损益	21	-18	24	30	38
归属母公司净利润	204.85	490.78	637.65	826.25	1,082.27

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	2,875	5,593	6,392	7,491	8,824
流动资产	1,937	2,361	3,062	4,149	5,352
货币资金	812	1,157	1,569	1,915	2,137
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	606	700	867	1,342	1,701
应收票据	81	30	43	54	204
其他应收款	43	97	97	180	324
存货	368	339	443	610	855
可供出售投资	0	80	80	80	80
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	167	573	585	593	601
固定资产	473	1,162	1,216	1,281	1,311
无形资产	70	321	305	289	273
总负债	1,074	1,930	2,185	2,599	3,035
无息负债	984	1,625	1,880	2,294	2,730
有息负债	90	305	305	305	305
股东权益	1,801	3,663	4,207	4,892	5,789
股本	281	944	944	944	944
公积金	1,008	1,209	1,338	1,506	1,725
未分配利润	519	1,367	1,773	2,300	2,990
少数股东权益	186	256	280	311	349

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	449	732	707	594	504
净利润	205	491	638	826	1,082
折旧摊销	89	95	102	108	114
净营运资金增加	-17	225	438	673	1,439
其他	172	-79	-470	-1,012	-2,132
投资活动产生现金流	-91	-457	-188	-92	-72
净资本支出	2,608	212	108	88	108
长期投资变化	0	573	0	0	0
其他资产变化	-2,699	-1,243	-296	-180	-180
融资活动现金流	-99	-511	-107	-157	-210
股本变化	0	663	0	0	0
债务净变化	-90	215	0	0	0
其它长期负债变化	829	641	255	415	436
净现金流	259	-236	412	346	222

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	5.17%	28.17%	16.86%	23.77%	26.78%
净利润增长率	178.88%	139.58%	29.93%	29.58%	30.99%
EBITDA 增长率	116.05%	101.39%	53.53%	27.05%	29.12%
EBIT 增长率	116.05%	101.39%	37.15%	29.37%	31.33%
EPS 增长率	178.88%	-28.59%	29.93%	29.58%	30.99%
估值指标					
PE	22	31	24	18	14
PB	2	4	4	3	3
EV/EBITDA	14	26	17	13	10
EV/EBIT	14	26	19	14	10
EV/NAPLAT	15	30	21	16	12
EV/Sales	1	4	3	3	2
EV/IC	5	9	8	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	27.94%	36.54%	36.20%	36.88%	37.19%
EBITDA 率	9.29%	14.59%	19.17%	19.68%	20.05%
EBIT 率	9.29%	14.59%	17.13%	17.91%	18.55%
税前净利润率	9.14%	14.47%	17.39%	18.17%	18.76%
税后净利润率	7.07%	13.22%	14.70%	15.39%	15.90%
ROA	7.85%	8.44%	10.36%	11.43%	12.70%
ROE	12.54%	12.89%	15.74%	17.51%	19.36%
ROIC	33.07%	29.34%	38.19%	41.38%	40.96%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.43	-0.24	-0.31	-0.34	-0.32
资产负债率	37.36%	34.50%	34.18%	34.69%	34.40%
流动比率	1.90	1.94	2.07	2.19	2.29
速动比率	1.54	1.66	1.77	1.87	1.93
每股指标					
EPS	0.73	0.52	0.68	0.87	1.15
每股红利	0.00	0.03	0.14	0.18	0.24
每股经营现金流	-	0.78	0.75	0.63	0.53
每股净资产	6.40	3.88	4.46	5.18	6.13
每股销售收入	10.29	3.93	4.59	5.68	7.21
每股 EBITDA	0.96	0.57	0.88	1.12	1.44

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈勇，电子科技大学，信号与信息处理硕士学位。2001年起先后供职于华为技术有限公司、中兴通讯股份有限公司，从事过软件开发、技术支持、市场策划等工作。2008年加入光大证券研究所，现主要从事计算机行业研究。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001年至2007年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G市场总监等职。2007年加入光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。