

2009-04-08

应用软件

东华合创 002065.SZ

极具活力，快速增长

◇ 事件：公布 2008 年报，业绩快速增长，每 10 股送 2 股转增 3 股派 1 元

◆ 受宏观经济影响较小，净利润大幅增长 87.6%

在宏观经济不景气的情况下，公司业绩仍保持了快速增长，归属母公司的净利润同比大幅增长 87.6%，显示出了强大的企业活力。

公司 08 年业绩特点：1) 业务主要集中在电力水利交通、政府、通信、金融保险医保等行业 IT 解决方案领域，经测算以上四个行业对公司利润的贡献达到 71%。得益于国家拉动经济政策、3G 建设等因素，电力、电信、医保等行业对 IT 需求持续旺盛，促使公司业务收入保持快速增长；另一方面公司收购北京联银通，带来公司在金融领域业务量迅猛增加 120%；2) 净利润增速快于收入增速，主要是由于毛利率大幅提升个 4.1 个百分点。

◆ 未来趋势：利润率不断提升，费用率持续低于 10%

公司 08 年整体产品毛利率达到 25.35%，同比系统集成子行业中的同行公司，有近 5 个百分点的领先，我们认为主要基于两个方面：1) 公司毛利率较高的软件产品和服务收入占比不断提高，当期对利润的贡献已达到 66%，高于绝大多数同行的水准；2) 公司约 50% 的收入来自 IBM 相关系统的销售，与 IBM 多年的良好合作使公司享受更大的优惠，从而使公司系统集成的利润率较高。上述因素保证了公司利润率在子行业中保持较高水平。我们预测，随着产品结构的良性调整，公司产品利润率不断提高将成为趋势。

同时，我们认为公司总体费用率维持在 9.2% 的低位，主要是受益于灵活的项目管理及激励机制、独特的用工机制，这也可使公司费用率长期控制在 10% 以下。

◆ 市场对公司未来高增长预期不够，目前股价仍有较大上涨空间

我们预期公司在电力水利、通信、金融保险医保等领域的业务将保持快速增长，同时由于公司 IT 解决方案项目多为跨期结算，因此 08 年滚动到 09 年的项目较多，对 09 年业绩增长起到确保作用。据测算，未来三年的净利润复合增长率约为 39.4%，我们相信公司有望在 5 年内成为国内顶尖的 IT 行业解决方案提供商之一。

公司作为国内最有活力和竞争力的 IT 厂商之一，高增长预期在市场上反应不够充分，我们认为公司增长确定，软件占比逐步增大，至少可以享受 28 倍 PE 估值，给予“买入”评级。

◆ 风险分析

经济下滑影响公司下游 IT 需求。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	798	1,159	1,603	2,216	2,985
营业收入增长率	31.63%	45.20%	38.31%	38.26%	34.67%
净利润（百万元）	95	178	255	363	482
净利润增长率	30.84%	87.55%	43.72%	42.17%	32.63%
EPS（元）	0.73	0.63	0.90	1.28	1.70
ROE	14.69%	16.40%	19.83%	23.01%	24.52%
P/E	27	32	22	16	12
P/B	4	5	4	4	3
EV/EBITDA	23	28	18	12	9

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。

首次

买入

当前价格	19.94 元
目标价格	25.20 元
目标期限	6 个月

分析师：

陈勇 周励谦

021-22169999*9177/9175

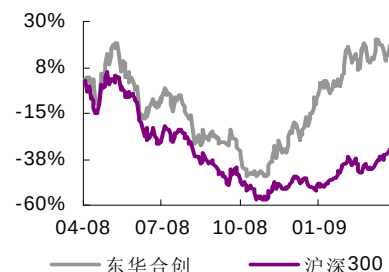
chenyong_yjs@ebsecn.com

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	284
总市值(百万元)	5,663
流通比例(%)	27.15%
12 个月最高/最低(元)	39.30/8.49
近 3 月日均成交量(百万股)	1.50
主要股东	北京东华诚信电脑科技发展有限公司

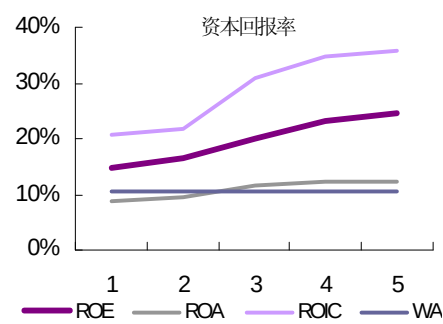
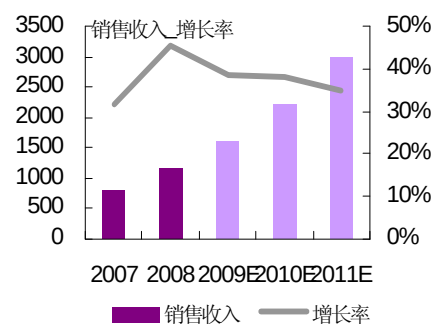
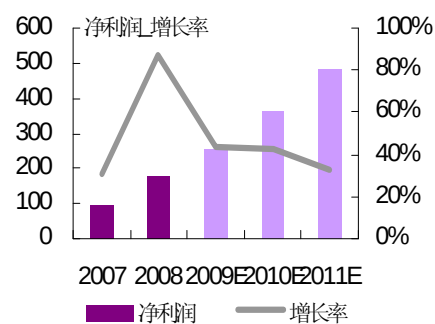
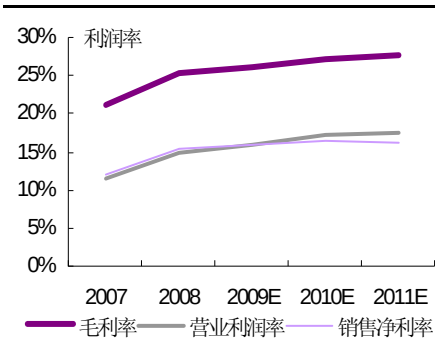
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.18	-7.23	55.64
绝对收益	4.52	26.21	22.64

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	798	1,159	1,603	2,216	2,985
营业成本	629	865	1,186	1,613	2,157
EBITDA	103	191	287	407	543
折旧和摊销	11	11	11	11	11
销售费用	25	36	52	70	95
管理费用	45	68	95	129	173
财务费用	0	3	-1	1	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	93	172	255	383	523
利润总额	95	178	278	395	523
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	94.75	177.70	255.38	363.08	481.55

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,097	1,866	2,190	2,928	3,896
流动资产	960	1,447	1,783	2,532	3,511
货币资金	304	417	561	776	1,045
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	154	255	321	443	597
应收票据	19	6	24	33	45
其他应收款	68	83	118	167	229
存货	323	592	593	887	1,294
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	112	125	117	108	99
无形资产	3	3	3	2	1
总负债	452	783	902	1,347	1,927
无息负债	382	713	836	1,152	1,548
有息负债	70	70	66	195	379
股东权益	645	1,083	1,288	1,578	1,964
股本	129	284	284	284	284
公积金	286	459	513	586	684
未分配利润	240	379	545	781	1,094
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-14	166	205	160	190
净利润	95	178	255	363	482
折旧摊销	11	11	11	11	11
净营运资金增加	62	159	210	304	703
其他	-181	-181	-271	-518	-1,005
投资活动产生现金流	-32	-20	0	0	0
净资本支出	35	-6	0	0	0
长期投资变化	0	10	0	0	0
其他资产变化	-67	-23	0	0	0
融资活动现金流	44	-33	-60	54	79
股本变化	43	155	0	0	0
债务净变化	60	0	-4	128	185
其它长期负债变化	388	331	123	317	395
净现金流	-2	112	144	215	269

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	31.63%	45.20%	38.31%	38.26%	34.67%
净利润增长率	30.84%	87.55%	43.72%	42.17%	32.63%
EBITDA 增长率	28.20%	86.18%	50.17%	41.61%	33.60%
EBIT 增长率	33.32%	86.18%	44.63%	43.17%	34.49%
EPS 增长率	-12.77%	-14.57%	43.72%	42.17%	32.63%
估值指标					
PE	27	32	22	16	12
PB	4	5	4	4	3
EV/EBITDA	23	28	18	12	9
EV/EBIT	23	28	19	13	9
EV/NAPLAT	26	33	20	14	10
EV/Sales	3	5	3	2	2
EV/IC	6	8	7	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	21.21%	25.35%	26.03%	27.23%	27.74%
EBITDA 率	12.87%	16.51%	17.92%	18.35%	18.21%
EBIT 率	12.87%	16.51%	17.26%	17.87%	17.85%
税前净利润率	12.89%	16.27%	17.32%	17.81%	17.54%
税后净利润率	11.87%	15.33%	15.93%	16.38%	16.13%
ROA	8.64%	9.52%	11.66%	12.40%	12.36%
ROE	14.69%	16.40%	19.83%	23.01%	24.52%
ROIC	22.46%	23.01%	33.48%	37.79%	38.73%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.36	-0.32	-0.38	-0.37	-0.34
资产负债率	41.17%	41.94%	41.18%	46.05%	49.53%
流动比率	2.14	1.86	1.98	1.88	1.82
速动比率	1.42	1.10	1.32	1.22	1.15
每股指标					
EPS	0.73	0.63	0.90	1.28	1.70
每股红利	0.20	0.10	0.18	0.26	0.34
每股经营现金流	-	0.58	0.72	0.56	0.67
每股净资产	4.99	3.82	4.53	5.56	6.91
每股销售收入	6.17	4.08	5.64	7.80	10.51
每股 EBITDA	0.79	0.67	1.01	1.43	1.91

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				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。