

东华合创

002065

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/12
RMB24.40	

基础数据

总股本（百万股）	284
流通 A 股（百万股）	79
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1928

财务数据

市净率 (X)	6.08
TRACING P/E (X)*	37.08
EPS (元)	0.63
股息率 (%)	0.43

*最近四季盈利计算。

相关研究

东华合创深度研究, 2008/09/03

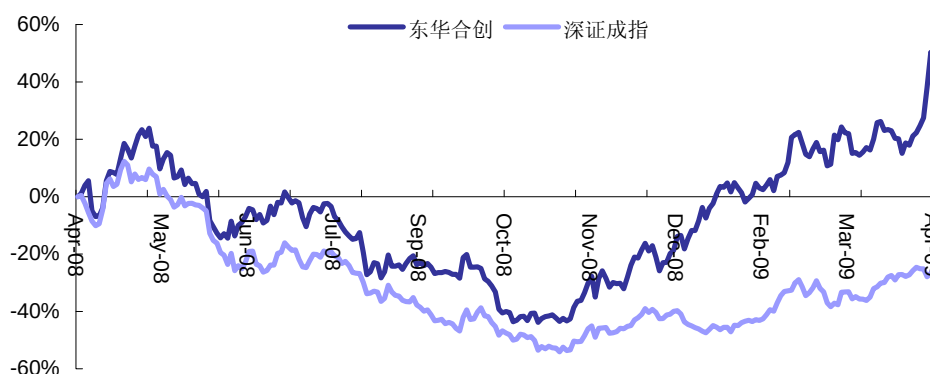
分 析 师
龚浩
 +21-5010 6003
 gonghao@lhqz.com

业绩加速增长

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	798.2	1158.9	1752.3	2399.7	3158.2
(+/-%)	31.6	45.2	51.2	36.9	31.6
归属母公司净利润(百万元)	94.7	177.7	283.6	392.9	499.9
(+/-%)	30.8	87.5	59.6	38.5	27.2
EPS(元)	0.33	0.63	0.90	1.17	1.48
P/E(倍)	69.5	37.1	27.1	20.9	16.5

- 2008 年东华合创实现主营业务收入 11.6 亿元，同比增长 45.2%；归属于母公司的净利润为 1.78 亿元，同比增长 87.6%。2008 年每股收益为 0.64 元，与我们的预期基本一致。
- 2006 年上市以来公司的收入呈现加速增长的态势。资金是 IT 服务公司的核心竞争要素之一。上市所获得的资金使 IT 服务企业在上市以后的一段时间内快速增长，我们观察到华胜天成上市后也有类似的成长轨迹。
- 上市以来系统集成业务占收入的比重持续下降，部分原因是公司重视软件和服务业务，另一方面也是国内客户的 IT 投资逐步偏向软件和服务所致。
- 在收入的行业分布中，金融、政府所占比重最大，而且增长速度也比较快，计算机服务业的收入同比增长 378.5%，显示公司的相对技术实力上升。
- 毛利率达到 25.35%，较 07 年显著提高。盈利能力提高源自系统集成业务的毛利率提高和软件和技术服务业务的收入比重上升。未来系统集成业务毛利率进一步提高的空间有限，业务结构优化可使盈利能力进一步提高。
- 09 年经营计划中明确指出将有计划地进行战略合作或者并购。
- 预计 09、10 和 11 年的收入分别为 17.5、24.0 和 31.6 亿元，净利润分别为 2.5、3.3 和 4.2 亿元，每股收益分别为 0.90、1.17 和 1.48 元。维持“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现

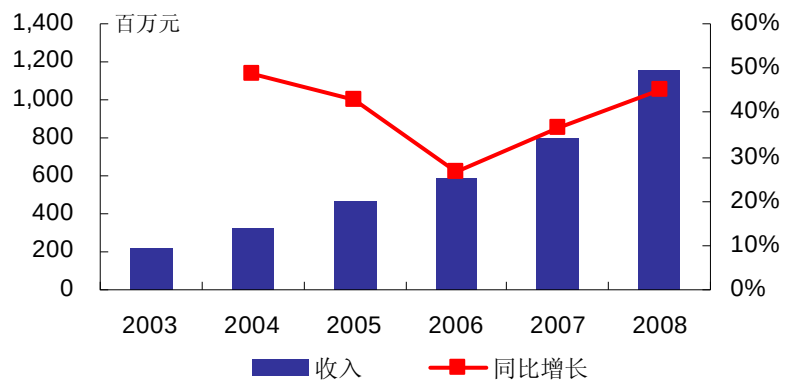


2008 年东华合创实现主营业务收入 11.6 亿元，同比增长 45.2%；归属于母公司的净利润为 1.78 亿元，同比增长 87.6%。2008 年每股收益为 0.64 元，与我们的预期基本一致（预期净利润为 1.80 亿元，见 2008/10/30 的三季报点评--《三季度保持快速增长》）。

2008 年开始合并联银通的报表。2008 年联银通的收入为 1.6 亿元，扣除后东华合创的 08 年收入为 10.0 亿元，同比增长 25.3%；扣除后净利润为 1.4 亿元，同比增长 49.4%。

2006 年上市以来公司的收入呈现加速增长的态势（见图 1）。我们在 2008 年 9 月的东华合创深度研究中指出资金和客户关系是 IT 服务公司的核心竞争要素。上市所获得的资金使 IT 服务企业在上市以后的一段时间内快速增长，我们观察到华胜天成上市后也有类似的成长轨迹（华胜天成 2004 年上市，2003 - 2006 年的收入年均增长 37.7%；东华合创 2006 年上市，2005 - 2008 年东华合创的收入年均增长 35.9%）。

图 1 东华合创的历年收入和收入同比增幅



数据来源：东华合创数码科技股份有限公司历年财务报告

2008 年系统集成的收入为 8.8 亿元，同比增长 39.1%，占总收入的比重为 75.8%；软件业务的收入为 1.1 亿元，同比增长 43.4%，占收入比重为 9.5%；技术服务的收入为 1.4 亿元，同比增长 159.9%，占收入比重为 12.0%。与 2007 年相比，三项业务的收入都快速增长，系统集成业务占总收入的比重下降。2006 年以来系统集成业务占收入的比重持续下降，我们认为部分原因是公司重视软件和服务业务，另一方面也是国内客户的 IT 投资逐步偏向软件和服务所致。

在收入的行业分布中，金融、政府所占比重最大，而且增长速度也比较快，分别同比增长 120.1%和 34.6%。金融行业的收入迅速上升是收购联银通的最直接结构。计算机服务业的收入达到 9545 万元，同比增长 378.5%。来自计算机服务业的收入主要是向其他系统集成厂商提供软件产品，显示公司的相对技术实力上升。

2008 年的毛利率达到 25.35%，较 2007 年的 21.21%显著提高。系统集成业务占收入 75.8%，它的毛利率从 8.4%提高到 10.4%。毛利率较高的软件和技术服务业务的收入比重上升也提高了盈利能力。未来系统集成业务毛利率进一步提高的空间有限，业务结构优化可使盈利能力进一步提高。

2008 年末订单金额达到 18.6 亿元，上年末为 12 亿元。IT 服务厂商上一年的订单是下一年收入的重要指针。2008 年末的存货和预收款分别比上一年末上升

83.2%和 110.8%。存货源自公司在 2008 年承接的项目，收入基本上应于 2009 年确认；预收款是收到客户的合同款。两个科目的余额大幅增长揭示 2009 年的收入会强劲增长。

公司在 2009 年经营计划中明确指出将有计划地选择在行业细分市场具有领先地位的公司进行战略合作或者购并。2007 年东华合创收购联银通使前者的 2008 年业绩大幅增长。我们也观察到最近一段时间内购并是领先的软件和 IT 服务厂商不约而同的选择。

预计 09、10 和 11 年的收入分别为 17.5、24.0 和 31.6 亿元，净利润分别为 2.5、3.3 和 4.2 亿元，每股收益分别为 0.90、1.17 和 1.48 元。维持“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1447	1244	2829	3654	营业收入	1159	1752	2400	3158
现金	417	1244	840	1105	营业成本	865	1318	1805	2379
应收账款	255	356	487	0	营业税金及附加	11	18	26	38
其他应收款	83	137	187	246	营业费用	36	56	77	101
预付账款	95	152	208	274	管理费用	68	102	137	177
存货	592	857	1083	1356	财务费用	3	-32	-60	17
其他流动资产	6	35	0	0	资产减值损失	4	5	7	9
非流动资产	419	405	489	557	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	125	156	203	90	营业利润	172	251	339	437
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	16	23	31	41
其他非流动资产	281	276	3	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1866	1367	3318	4211	利润总额	189	273	370	479
流动负债	776	1252	1545	1935	所得税	11	19	44	57
短期借款	70	192	368	0	净利润	178	284	333	500
应付账款	120	0	235	309	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	586	849	0	1209	归属母公司净利润	178	254	333	421
非流动负债	6	5	4	3	EBITDA	191	267	371	462
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.90	1.17	1.48
其他非流动负债	6	0	4	3					
负债合计	783	1218	1647	2119	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	284	284	284	284	成长能力				
资本公积	369	369	369	369	营业收入	45.2%	51.2%	36.9%	31.6%
留存收益	430	684	1016	1438	营业利润	86.1%	45.5%	41.9%	29.2%
归属母公司股东权益	1083	1336	1760	2092	归属于母公司净利润	87.5%	43.1%	30.9%	26.5%
负债和股东权益	1866	1367	3219	4211	获利能力				
					毛利率(%)	25.3%	24.8%	24.8%	24.7%
					净利率(%)	15.3%	14.5%	13.9%	13.3%
					ROE(%)	16.4%	19.0%	22.3%	22.1%
					ROIC(%)	23.4%	187.4%	26.9%	25.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.9%	48.4%	49.6%	0.0%
					净负债比率(%)	8.95%	0.00%	22.37%	28.23%
					流动比率	1.86	1.72	1.72	1.73
					速动比率	1.10	1.03	#####	#####
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	1.08	1.53	1.57
					应收账款周转率	5	6	0	5
					应付账款周转率	9.56	9.05	8.89	0.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.90	1.17	1.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	2.06	0.58	1.53
					每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.71	6.20	7.96
					估值比率				
					P/E	37.08	23.23	19.80	13.18
					P/B	6.08	4.93	3.74	3.15
					EV/EBITDA	33	23	17	13

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。