

分析师： 马先文 (8627)65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-68751636 yangjf@cjsc.com.cn

增长趋势明朗，股价已被低估

事件描述

东软集团最近股价跑输大盘，与同类公司相比其股价跌幅居前。我们认为，在东软外包回暖和内需确定增长的背景下，其明年业绩的快速增长较为明确，作为国内外包业的龙头企业，其当前估值优势已较为明显，我们认为其股价已被低估，建议买入，并维持对其“推荐”评级。

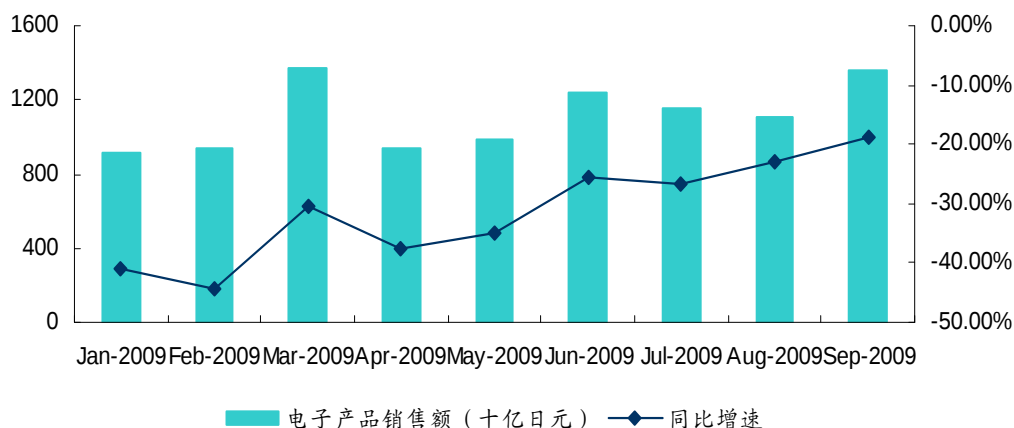
事件评论

第一，外包回暖趋势明朗

对于东软而言，我们认为其外包业务明年增速将加快，我们的判断基于两点：

第一，从宏观层面看，由于东软外包业务主要集中于对日电子产品的嵌入式领域，因此其接包量与日本电子产品的销售额紧密相关，我们从日本电子产品销售额及其增速来看，从5月份开始持续反弹，虽然其同比仍为负增长，但其增速逐步收窄已是不争事实，这可基本说明日本电子产品销售额已走出低谷，并开始步入复苏，我们认为，日本电子产品销售额的复苏将会刺激其嵌入式软件的发包量，从而对东软形成利好。

图 1：日本电子产品销售额

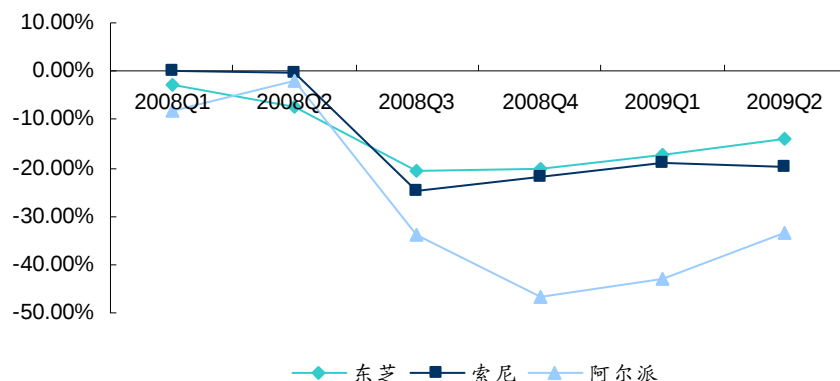


资料来源：CEIC，长江证券研究部

第二，从微观层面看，我们关注东软下游客户的经营状况，从其三大客户东芝、索尼、阿尔派的财报情况来看，自从

其去年四季度（09年1-3月份）步入低谷后，今年一季度（09年4-6月份）开始反弹，二季度负增速进一步收窄，这说明了公司下游客户经营状况已好转，随着公司客户业绩的逐步好转，其对东软的发包量也必然将触底反弹，虽然从目前看来效果并非特别明显，这主要因为外包的复苏滞后于实体经济半年左右，我们判断在明年一季度前后，也即日本上市公司2010财年开始的时间点，东软软件外包的接包量将显著上升。

图 2：东芝、索尼、阿尔派收入增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，国内业务明年增速较为明确

东软的国内业务主要集中于社保、电信、电力、教育、医疗、铁路等领域。我们对东软明年的国内解决方案业务持较为乐观的态度。第一，从 09 年各大行业固定资产投资增速来看，大部分行业增速均处于近几年的高峰期，而 IT 投资相对于基建投资而言具备一定的滞后性，其 IT 需求将在明年得以释放，这使我们有理由相信东软下游需求明年增长较为确定。

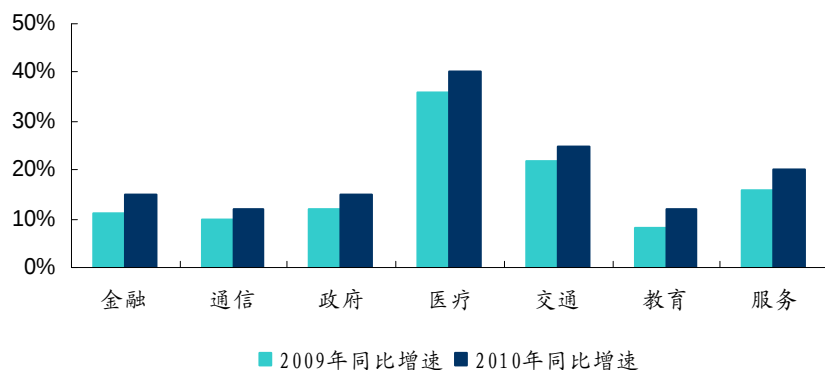
表 1：近几年各大行业固定资产投资增速

时间	2004	2005	2006	2007	2008	2009 年截止 10 月
烟草	0.20%	10.50%	20.80%	2.40%	20.90%	70.60%
医疗卫生	23.80%	28.90%	16.30%	11.60%	26.80%	68.10%
电力	43.50%	31.10%	12.50%	9.80%	15.40%	27.20%
交通	20.20%	22.30%	25.70%	14.40%	19.70%	56.90%
铁路	16.50%	45.70%	60.90%	20.20%	61.20%	82.50%
金融	3.90%	5.60%	11.70%	25.40%	62.60%	47.60%
教育	21.80%	8.40%	7.50%	3.90%	6%	42.20%
行业平均	27.60%	27.20%	24.50%	25.80%	26.10%	33.10%

资料来源：Wind，长江证券研究部

从各行业 2009 年和 2010 年的 IT 支出对比中也可看出其明年增速将加快，而这主要是源于中国信息化步伐的加快和今年基建项目对 IT 投资需求的逐步释放。

图 3: 2009、2010 年中国各行业 IT 支出同比增速



资料来源: 梅花网, 长江证券研究部

我们认为, 基于 2010 年国内各大行业 IT 需求的快速增长, 东软的国内解决方案业务处于较好的大环境中, 而公司国内三大主要领域社保、电信、电力均存在政策推动利好, 如社保领域的各省医保大集中和医改、电信领域增值业务的发展带来计费系统的改造升级、电力领域的 186 工程和智能电网 (东软目前已进入智能电网领域的数据采集系统和数据分析系统, 未来有望成为公司电力领域新的利润增长点) 等均将促进其下游需求的快速增长, 我们认为 2010 年东软国内业务高速增长值得期待。

第四, 维持“推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.67、0.84 元, 目前股价对应 2010 年 PE 仅为 24 倍, 作为国内软件外包龙头企业, 其明年国内、国际业务增长较为确定, 我们认为其股价明显被低估, 建议买入, 并维持对其“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)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3711	4346	5314	6396	货币资金	1157	1430	1837	2540
营业成本	2355	2748	3332	3971	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1356	1598	1982	2425	应收账款	798	897	1080	1287
% 营业收入	36.5%	36.8%	37.3%	37.9%	存货	339	369	447	533
营业税金及附加	45	53	65	78	预付账款	28	32	39	47
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	10	12	14	17
销售费用	287	330	388	461	流动资产合计	2361	2762	3452	4464
% 营业收入	7.7%	7.6%	7.3%	7.2%	可供出售金融资产	80	40	40	40
管理费用	517	595	707	844	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.9%	13.7%	13.3%	13.2%	长期股权投资	573	648	681	721
财务费用	5	12	10	9	投资性房地产	540	540	540	540
% 营业收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1389	1705	1996	2167
资产减值损失	25	23	22	23	无形资产	321	305	290	275
公允价值变动收益	-9	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	35	75	40	40	递延所得税资产	25	2	2	2

营业利润	503	659	830	1051	其他非流动资产	298	298	298	298
% 营业收入	13.5%	15.2%	15.6%	16.4%	资产总计	5593	6306	7305	8512
营业外收支	35	50	60	70	短期贷款	30	0	0	0
利润总额	537	709	890	1121	应付款项	472	559	677	807
% 营业收入	14.5%	16.3%	16.7%	17.5%	预收账款	365	413	505	608
所得税费用	65	71	89	112	应付职工薪酬	154	175	212	253
净利润	472	638	801	1009	应交税费	27	31	39	48
归属于母公司所有者的净利润	490.8	631.0	792.1	997.4	其他流动负债	172	199	240	286
少数股东损益	-18	7	9	11	流动负债合计	1219	1377	1673	2001
EPS (元/股)	0.52	0.67	0.84	1.06	长期借款	275	275	275	275
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	8	0	0	0
经营活动现金流净额	732	812	989	1226	其他非流动负债	428	448	468	488
取得投资收益收回现金	1	0	0	0	负债合计	1930	2100	2416	2764
长期股权投资	9	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3407	3944	4617	5465
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	256	263	272	283
固定资产投资	-460	-443	-453	-364	股东权益	3663	4207	4889	5748
其他	-6	40	0	0	负债及股东权益	5593	6306	7305	8512
投资活动现金流净额	-457	-403	-453	-364	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.520	0.668	0.839	1.056
股权融资	3	0	0	0	BVPS	3.61	4.18	4.89	5.79
银行贷款增加 (减少)	-510	-30	0	0	PE	40.12	30.05	23.94	19.01
筹资成本	52	-107	-129	-158	PEG	1.45	1.13	0.90	0.71
其他	-56	0	0	0	PB	5.78	4.81	4.11	3.47
筹资活动现金流净额	-511	-137	-129	-158	EV/EBITDA	29.94	21.87	17.10	13.17
现金净流量	-236	272	407	704	ROE	14.4%	16.0%	17.2%	18.3%

资料来源：长江证券研究部

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。

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
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。