

2009-12-24

应用软件

东华软件 002065.SZ

收购神州新桥，强化金融业布局

◆ 事件：公司公布发行股份收购神州新桥的预案

◆ 定向增发不超过 1630 万股，收购神州新桥

公司宣布预案，将向神州新桥股东定向发行不超过 1630 万股，发行价 19.73 元，收购该公司全部股权。该收购的总价值约 3.21 亿元。这是自 2008 年收购联银通以来，公司又一起重大收购。神州新桥今年 1-10 月销售收入 1.46 亿元，承诺全年净利润 3200 万元；收购价格相当于 10 倍 2009 年 P/E，我们认为这个价位比较合理。

◆ 神州新桥将加强公司在金融业和网络集成领域的布局

神州新桥主要从事对金融业客户的网络系统集成业务，曾经为农行、工行、建行、中行、交行等优质银行客户提供服务，涉及数据中心建设、局域网及广域网建设、网管规划、SNA 网络、网络安全等技术含量较高，用户黏性较强的领域。

东华软件在金融业有比较丰富的经验，尤其是小银行、农商行客户近年开拓较快，收购联银通使其拥有了 ATM 服务业务；但是公司的大银行客户不够多，网络服务力量也比较薄弱。收购神州新桥，将有效弥补以上的“短板”。

◆ 收购的影响：收入增速上升，毛利率略有下滑

在此前的报告中我们认为，公司收入的内生增速约为 30%，而收购有望使收入增长提高 10%。根据本次披露的情况，我们预测神州新桥明年的收入为 2.5-2.7 亿元，对公司业绩的贡献（以 2009 年为基准）约为 17%。加上收购导致的协同效应，我们将明年营业收入增速从 40.1% 调高到 51.4%，其中金融业收入将增长 90%。

神州新桥从事的网络集成利润较低，今年 1-10 月营业利润率为 14%，我们估计毛利率约为 23-25%，略低于公司前三季度水平（26.2%）。我们将明年毛利率从 28% 稍微调低到 27.8%，但这并不改变公司毛利率上升的长期趋势。

◆ 行业布局：以金融为中坚，以政府、医疗为两翼

根据与管理层的沟通，我们了解到公司坚持以金融业为中坚的发展模式，一方面抓农商行、城商行 IT 方案全面改造的机会，另一方面争取覆盖所有主要 IT 服务，为银行提供整体解决方案。公司对政府、医疗行业也寄予厚望，尤其是医疗业务的客户美誉度很高，随着全面医保的实施，明年有望带来惊喜。

◆ 维持评级“买入”，目标价位 33.20 元

本次收购对今年业绩无影响，我们维持 2009 年 EPS 预测为 0.56 元，提高 2010-2011 年 EPS 至 0.83 和 1.15 元（已考虑增发摊薄因素）。鉴于公司 2010-2012 年净利润增速达到 40%，赋予其 1 倍 P/E/G，提升目标价位至 33.20 元。

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	1,549	2,346	3,245
营业收入增长率	31.63%	45.20%	33.63%	51.47%	38.34%
净利润（百万元）	95	178	239	365	510
净利润增长率	30.84%	87.55%	34.70%	52.59%	39.59%
EPS（元）	0.73	0.63	0.56	0.83	1.15
ROE	14.69%	16.40%	18.09%	18.17%	20.24%
P/E	26	31	34	23	17
P/B	4	5	6	4	3
EV/EBITDA	22	27	28	18	12

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。

维持

买入

当前价格	19.22 元
目标价格	33.20 元
目标期限	6 个月

分析师：

裴培

021-22169043

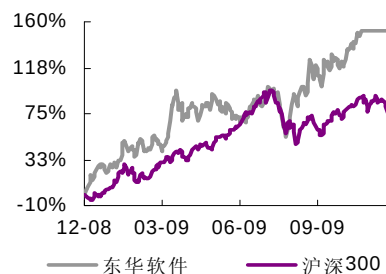
peipei@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	426
总市值(百万元)	8,188
流通比例(%)	78.16%
12 个月最高/最低(元)	25.59/12.62
近 3 月日均成交量(百万股)	1.31

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)

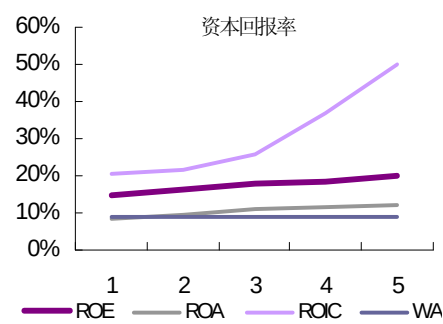
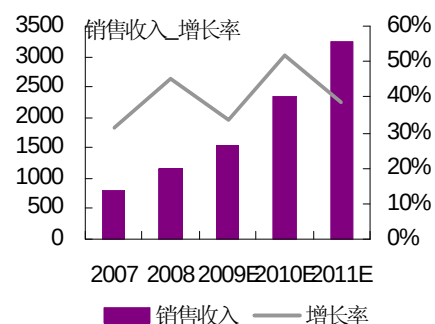
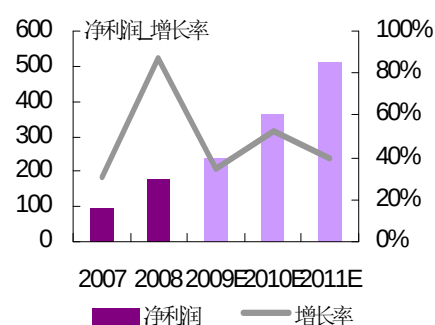
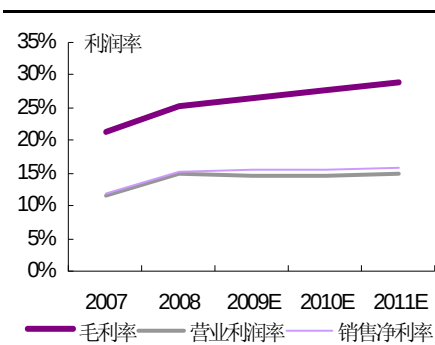


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.11	8.10	72.35
绝对收益	0.00	14.67	137.73

相关报告：

东华软件：最富成长性的系统集成龙头企业
..... 2009-12-19
业务结构升级是长期价值所在
..... 2009-10-23

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	1,549	2,346	3,245
营业成本	629	865	1,137	1,694	2,304
EBITDA	103	191	276	419	583
折旧和摊销	17	26	37	50	64
销售费用	25	36	54	97	156
管理费用	45	68	121	199	293
财务费用	0	3	-1	-5	-11
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	226	343	479
利润总额	95	178	260	398	557
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	94.75	177.70	239.36	365.24	509.83

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,097	1,866	2,122	3,155	4,144
流动资产	960	1,447	1,694	2,673	3,619
货币资金	304	417	542	1,097	1,594
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	154	255	340	469	649
应收票据	19	6	12	23	32
其他应收款	68	83	94	118	145
存货	323	592	568	762	922
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	157	206	245
无形资产	3	3	3	3	3
总负债	452	783	799	1,146	1,624
无息负债	382	713	724	1,146	1,624
有息负债	70	70	75	0	0
股东权益	645	1,083	1,323	2,010	2,520
股本	129	284	426	442	442
公积金	286	457	369	751	854
未分配利润	240	379	582	893	1,326
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	147	383	566
净利润	95	178	239	365	510
折旧摊销	17	26	37	50	64
净营运资金增加	62	159	230	633	1,100
其他	-187	-197	-360	-665	-1,108
投资活动产生现金流	-32	-20	-27	-80	-80
净资本支出	35	27	80	80	100
长期投资变化	0	10	0	0	0
其他资产变化	-67	-57	-107	-160	-180
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	43	155	142	16	0
债务净变化	60	0	5	-75	0
其它长期负债变化	388	331	11	422	479
净现金流	-2	112	125	555	497

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%	33.63%	51.47%	38.34%
净利润增长率	30.84%	87.55%	34.70%	52.59%	39.59%
EBITDA 增长率	33.32%	86.18%	44.27%	51.75%	39.25%
EBIT 增长率	33.32%	86.18%	35.61%	51.47%	38.96%
EPS 增长率	-12.77%	-14.57%	-10.20%	46.96%	39.59%
估值指标					
PE	26	31	34	23	17
PB	4	5	6	4	3
EV/EBITDA	22	27	28	18	12
EV/EBIT	22	27	30	19	13
EV/NAPLAT	25	32	32	21	14
EV/Sales	3	4	5	3	2
EV/IC	6	7	9	8	8
盈利能力 (%)					
毛利率	21.21%	25.35%	26.60%	27.80%	29.00%
EBITDA 率	12.87%	16.51%	17.82%	17.85%	17.97%
EBIT 率	12.87%	16.51%	16.75%	16.75%	16.82%
税前净利润率	12.89%	16.27%	16.80%	16.97%	17.17%
税后净利润率	11.87%	15.33%	15.46%	15.57%	15.71%
ROA	8.64%	9.52%	11.28%	11.57%	12.30%
ROE	14.69%	16.40%	18.09%	18.17%	20.24%
ROIC	22.46%	23.01%	28.22%	39.93%	54.57%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.36	-0.32	-0.35	-0.55	-0.63
资产负债率	41.17%	41.94%	37.66%	36.31%	39.20%
流动比率	2.14	1.86	2.14	2.35	2.24
速动比率	1.42	1.10	1.42	1.68	1.67
每股指标					
EPS	0.73	0.63	0.56	0.83	1.15
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.58	0.34	0.87	1.28
每股净资产	4.99	3.82	3.11	4.54	5.70
每股销售收入	6.17	4.08	3.64	5.30	7.34
每股 EBITDA	0.79	0.67	0.65	0.95	1.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

裴培，北京大学经济学学士。曾在对冲基金 Van Eck Global 从事新兴市场研究，以及在独立研究机构 JL McGregor 从事新能源行业研究。2009 年加入光大证券研究所，担任计算机行业研究员。

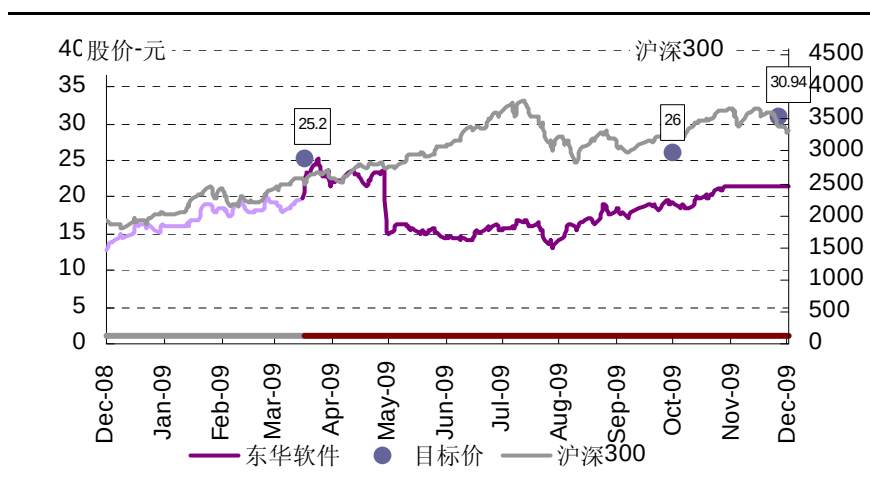
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

东华软件（002065）

分析师：裴培



日期	股价	目标	评级
2009-04-08	19.94	25.20	买入
2009-10-22	19.22	26.00	买入
2009-12-18	21.35	30.94	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

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
	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
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	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
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@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。