

动态报告/公司快评

信息技术

东华软件（002065）
推荐

软件与服务

发行股份收购神州新桥点评

（维持评级）

2009 年 12 月 24 日

走向全面解决方案商的又一步

分析师： 凌晨 lingchen@guosen.com.cn 021-60933157

事项：

12 月 23 日晚间，东华软件发布发行股份收购资产预案公告。公司将向神州新桥原股东发行不超过 1630 股，收购公司 100% 股份。标的资产评估价值不超过 3.24 亿元。

评论：

■ 系统集成与技术服务是神州新桥的主要业务

神州新桥自 2001 年起参与了工行、建行、交行、人民银行等大型金融企业的网络建设项目，熟练掌握了金融行业大型网络集成技术。主要包括金融数据中心网络建设、大型局域网广域网建设、网管规划部署、SNA 网络（与大型机的连接）、网络安全、视频会议系统、IP 语言系统等。在系统集成经验的基础上，神州新桥形成了适合金融用户的多个解决方案，自主开发了一系列网管系列产品。

从公司的网页我们看到，公司业务主要分为技术服务和系统集成两类。技术服务主要包括工行和交行总行级别的驻点服务，以及工行 14 个分行、交行 24 个分行的网络维护服务。系统集成项目主要是在销售设备的基础上为客户提供网络建设、网络安全以及相关服务。

表 1：神州新桥财务报表

资产负债表	2007.12.31	2008.12.31	2009.10.31
资产总额	92.62	130.96	111.27
流动资产	78.95	117.78	106.81
非流动资产	13.67	13.18	4.45
负债总额	29.18	57.22	43.83
流动负债	29.18	56.20	42.81
非流动负债	0	1.02	1.02
所有者权益	63.43	73.74	74.72
损益表	2007.12.31	2008.12.31	2009.10.31
营业总收入	159.79	229.27	145.75
营业总成本	146.39	206.35	125.58
营业利润	13.41	22.98	20.29
利润总额	13.43	23.12	20.29
净利润	10.60	19.33	16.99
净利率	6.6%	8.4%	11.7%
资产负债率	31.5%	43.7%	39.4%
ROE	16.7%	26.2%	22.7%
总资产收益率	1.725302	1.750681	1.309952

资料来源：公司资料

根据收购预案提供的财务报表，标的资产今年前 10 个月的净利润率为 11.7%，低于东华软件 15% 的净利润水平。综合各方面的情况来看，我们估算神州新桥的收入中系统集成与技术服务的占比为 60%:40%（假设系统集成、技术服务毛利率分别为 10%、50%）。

■ 与现有业务将产生协同效应

从神州新桥的客户和现有的业务结构来看，我们对两家公司合并后将产生的协同效应持乐观态度。主要原因如下：

客户协同：神州新桥的客户主要是一些大型的商业银行，在联银通的基础上，公司在大型商业银行的地位将进一步上升。

产品协同：未来公司的定位是行业全面解决方案提供商。目前，我们的 IT 应用层次已经从普及逐渐走向了深化，基本上大部分的大中型企业都已经有了 IT 系统的基础，未来 IT 应用将向纵深发展。公司在收购神州新桥后，将加强自己在银行的产品线，能够为客户提供更加完整的解决方案。从长远来看，这将提升公司营收的稳定性，以及在银行的定价能力。

服务网络协同：神州新桥在全国拥有 23 个服务网点，尤其在一些相对偏远的地区拥有服务网点，并且利用控股、参股子公司和驻外办事机构组成了覆盖华北、华东、华南、西南和西北主要城市和地区的营销服务体系。但公司同时指出：神州新桥为客户提供的技术服务中，一部分是通过自有的技术服务人员完成，另外一部分通过向厂商等购买服务，通过降低外购比例将进一步提升神州新桥的盈利能力。通过本次交易，神州新桥的服务网点将与公司现有的服务网络形成互补，在双方的服务网络整合后，有利于提高反应速度，从而提高客户的满意度和忠诚度，降低运营成本。我们认为随着外购比例的降低与运营成本的下降，神州新桥的净利润率将有望与母公司持平。

■ 新收购增厚 10、11 年每股收益 0.087、0.104 元

根据神州新桥新桥目前股东的承诺，神州新桥 2009 年度、2010 年度、2011 年度及 2012 年度实现的经审计扣除非经常性损益后净利润分别不低于 3200 万元、3840 万元、4608 万元、4608 万元。对应将增厚 10、11 年每股收益 0.087 元和、0.104 元。09 年无法并表。

方案具体情况

■ 收购价格

公司估价 3.53 亿元，根据原有净利润分配安排，2900 万元以上部分才归属母公司，因此公司实际估价不超过 3.24 亿元。发行股份不超过 1630 万股，东华软件股价暂定 19.74 元。实际交易细节可能与以上安排稍有出入。

■ 收购前后股权架构

收购完成后，张秀珍女生将成为除薛氏家族以外的持股最多的个人股东，超越来自原联银通的股东秦劳。

表 2：收购前后两家公司的股权结构（万股）

	收购前神州新桥股权结构	在神州新桥所任职务	收购后东华软件的股权结构	收购后新老股东持股比例
原有股东			42,599	96.31%
张秀珍	82.76%		1,349	3.05%
张建华	13.75%	总裁	224	0.51%
王佺	1.10%	副总裁	25	0.06%
江海标	1.54%	副总裁	18	0.04%
吕兴海	0.85%	副总裁	14	0.03%

资料来源：公司资料

■ 神州新桥重要资质

表 2: 收购前后两家公司的股权结构 (万股)

名称	证号	颁发时间	颁发机关	有效期
商用密码产品销售许可证	国密局销 SXS866 号	2008 年 4 月 21 日	国家密码管理局	2008 年 4 月 21 日至 2011 年 4 月 21 日
计算机信息系统集成企业资质证书 (壹级)	Z111002008 0552	2008 年 11 月 18 日	中华人民共和国工业和信息化部	2008 年 11 月 18 日至 2011 年 11 月 17 日
涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书 (乙级)	BM2011091 00314	2009 年 10 月 9 日	国家保密局	三年
高新技术企业证书	GR2008110 02054	2008 年 12 月 24 日	北京市科委	三年
中华人民共和国海关进出口货物收发货人报关注册登记证书	1108962648	2009 年 11 月 12 日	中华人民共和国海关	2009 年 11 月 12 日至 2012 年 11 月 12 日
自理报检单位备案登记证明书	1100617601	2009 年 11 月 11 日	北京出入境检验检疫局	-
中华人民共和国医疗器械经营企业许可证	京 082739	2009 年 9 月 3 日	北京市药品监督管理局	2009 年 9 月 3 日至 2014 年 9 月 2 日

资料来源: 公司资料

■ 下一步审批程序

我们预计整个交易程序完成时间, 乐观估计为 3 个月, 悲观估计为 6 个月。

表 2: 收购前后两家公司的股权结构 (万股)

名称	证号
第一步	2009 年 11 月 23 日, 东华软件召开第三届董事会第二十次会议, 审议通过了《关于筹划非公开发行股份购买资产的议案》
第二步	2009 年 12 月 18 日, 东华软件召开第三届董事会第二十二次会议, 审议通过了本次发行股份购买资产的相关议案
第三步	公司股东大会审议通过本次交易的相关议案
第四步	中国证监会对本次交易的核准;

资料来源: 公司资料

■ 09~11 年 EPS 分别为 0.60 元、0.85 元、1.11 元。维持“推荐”的投资评级。

我们推荐公司的主要理由是:

- 本次收购标志着公司向全面解决方案提供商又进一步, 公司业绩稳定性和盈利能力将得到提升。
- 公司通过收购联银通, 标志着转型成功。目前公司软件产品在金融、医疗领域具有较强的竞争力, 软件与服务占比将逐年提高, 毛利率也将每年有所提高。
- 未来可能继续进行收购, 将继续增厚每股业绩。
- 收购告一段落之后, 公司可能将推出股权激励方案, 进一步激励员工。

目前公司股价对应 09 年 25X 市盈率, 我们认为公司的合理估值应该为 30X, 对应目前股价有 20% 的上升空间。如果明日股价受大盘影响没有表现, 则是机构建仓的最佳时机。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。