

东华软件(002065)调研报告

推荐

维持评级

信息技术/软件

发布时间: 2010年3月19日

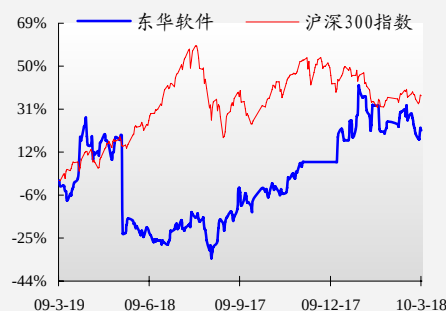
投资要点:

- 东华软件以应用技术开发、计算机信息系统集成及信息技术服务为主要业务,具有计算机信息系统集成一级资质,是国家规划布局内的重点软件企业,是国内最早通过软件能力成熟度集成(CMMI)5级认证的软件企业之一。
- 公司在电信、电力、金融、政府、医疗、交通等重点行业拥有多年的系统集成经验,积累了良好的客户及政府关系和口碑,市场空间广阔。
- 金融领域是公司收入增长最快的领域,全国范围内还有许多地方城市商业银行、中小型股份制银行、农村信用社等金融机构仍未进行IT系统升级改造,增长前景良好。
- 外延式增长是公司的长期发展策略,08年以来公司收购/参股了联银通、厚盾科技、东方通、神舟新桥,分别完善了公司在ATM、预算管理软件、中间件产品、大银行客户等方面的业务。
- 2003-2008年公司的销售净利率一直保持在10%以上,销售收入增长保持在30%以上,远超过行业平均水平。
- 我们预测公司2009-2011年每股收益分别为0.56元、0.79元、0.11元,相对当前股价市盈率分别为43倍、30倍、22倍,处于行业中低端,推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	115,892	45.20	17,770	87.55	0.42		57.3	
2009E	150,930	30.23	23,673	33.22	0.56		43.0	
2010E	196,385	30.12	33,801	42.78	0.79		30.5	
2011E	256,872	30.80	47,288	39.90	1.11		21.7	

走势图



市场数据

2010-3-18

收盘价:	24.07 元
52 周最高价:	28.69 元
52 周最低价:	13.00 元
平均持仓成本:	19.56 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	42,599
流通A股(万股):	42,599
每股收益(元):	0.37
每股净资产(元):	2.84
每股经营现金流(元):	(0.53)
市净率:	8.48

分析师: 耿云

执业证书编号: S0550109102167

TEL: (8621)6337 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: cloud.geng@gmail.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

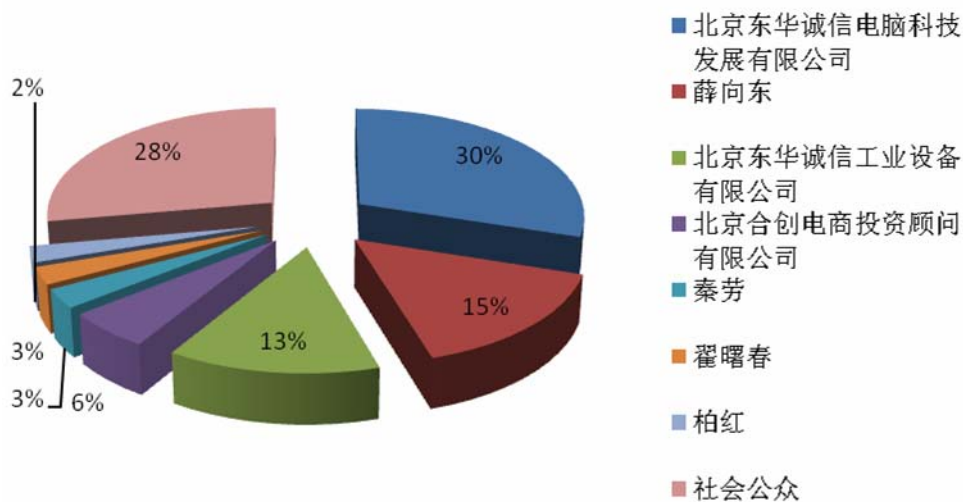
邮编: 200002

一、公司简介

1. 经营简史及股权结构

东华软件前身是成立于 2001 年的北京东华合创数码科技股份有限公司，2006 年 8 月公开发行 2160 万股登陆中小板，2009 年 6 月更名为“东华软件股份公司”。公司实际控制人是董事长薛向东及其家族成员。

图表 1 东华软件股权结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

图表 2 东华软件参控股公司

被参控公司	参控关系	参股比例
泰安东华合创软件有限公司	子公司	99.96%
广州东华合创数码科技有限公司	子公司	90.00%
北京泰码时代科技有限公司	子公司	98.00%
北京联银通科技有限公司	子公司	100.00%
北京东华合创香港有限公司	子公司	100.00%
北京东华合创科技有限公司	子公司	100.00%
北京厚盾科技有限公司	子公司	100.00%
北京东方通科技发展有限公司	参股	11.5%
北京神舟新桥科技有限公司 (拟收购)	子公司	100.00%

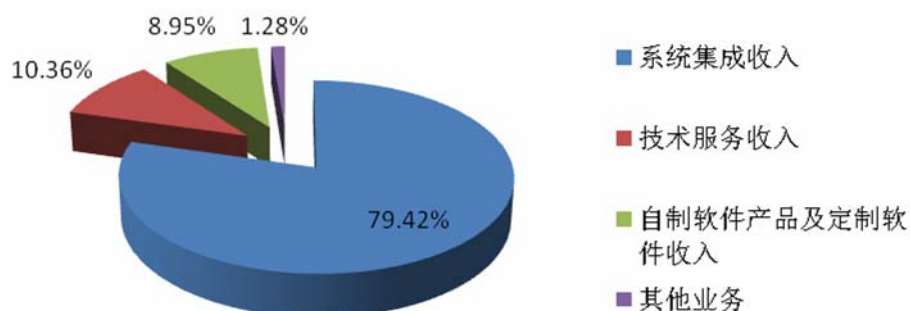
资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

2. 主营业务

东华软件以应用开发、计算机信息系统集成及信息技术服务为主要业务，具有信息产业部计算机信息系统集成一级资质，是国家规划布局内的重点软件企业，是国内最早通过软件能力成熟度集成（CMMI）5 级认证的软件企业之一，其全资子公司具

有国家保密局颁发的涉密计算机信息系统集成甲级资质和安防工程企业资质。此外，公司目前拥有进 200 项自主知识产权的软件产品。

图表 3 东华软件产品收入构成

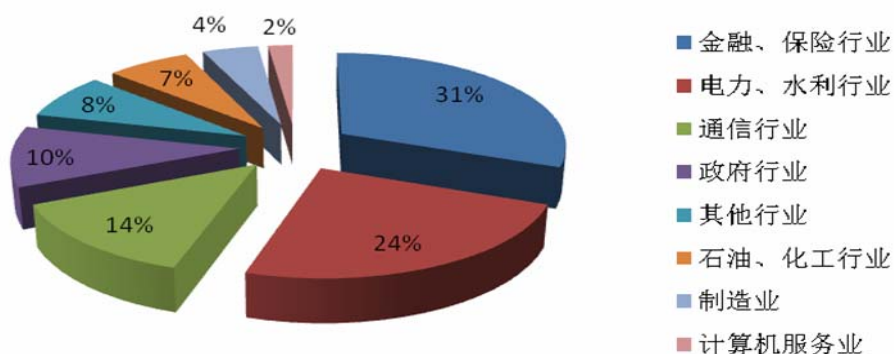


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

二、公司业务覆盖行业广泛

系统集成行业竞争激烈，市场份额分散，行业大户是支撑中国集成市场发展的中坚力量，公司用户遍布电信、电力、政府、交通、国防、医疗、金融、科研、煤炭、石化、石油、保险及制造等行业，市场空间广阔，短期内不存在规模瓶颈。

图表 4 东华软件各行业收入占比

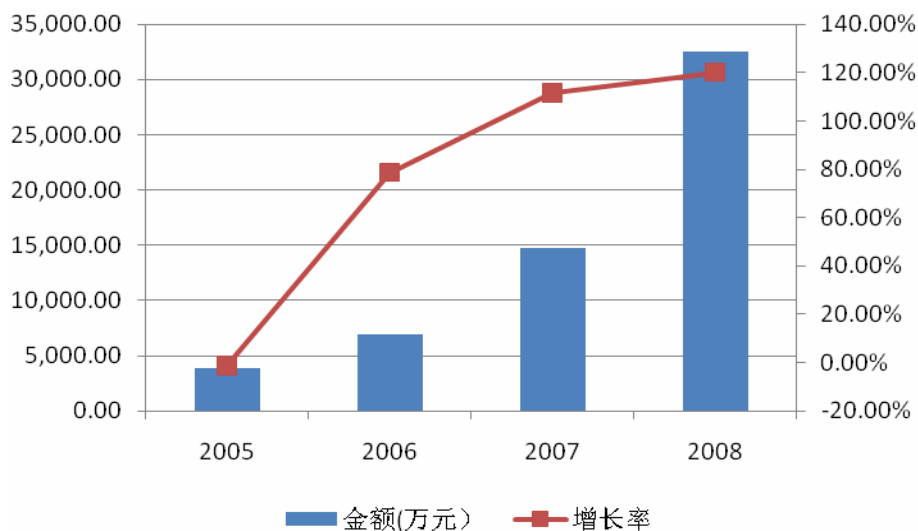


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

1. 金融领域增长最快

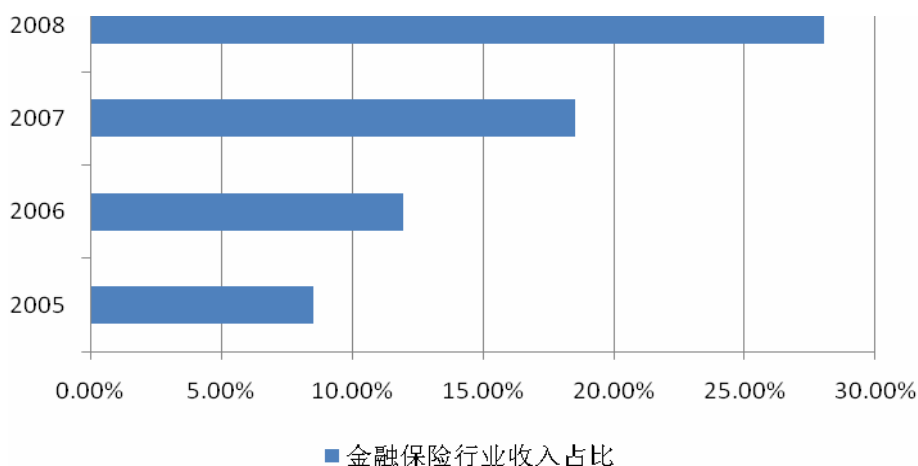
目前金融领域是公司收入增长最快的领域。我国银行 IT 系统升级改造仍在进行中，虽然国有四大商业银行和大型股份制银行基本都已改造完成，但全国范围内还有许多城市商业银行、小型股份制银行等仍未进行 IT 系统升级改造。公司的目标客户群主要是地方城商行、农信社等。公司 2008 年、2009 年通过定向增发收购的联银通和神州新桥也都是在金融领域有一定竞争优势的企业。联银通与华夏银行长期合作，ATM 业务增长稳定，在农信社系统的投标也增长很快。神州新桥的主要客户是农业银行和交通银行，对公司在软件和系统集成领域进一步打开大银行市场有一定的协同效应和促进作用。

图表 5 东华软件 2005-2008 年金融领域收入增长迅速



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

图表 6 东华软件金融保险类收入占总收入比例不断提高



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所。

2. 医疗领域：市场潜力巨大，主要瓶颈在于人才短缺

公司开发的 HIS（医院信息系统）以经营状况较好的三甲医院为目标客户，公司已经与 40 家三甲医院进行合作，年销售额 1 亿左右。随着国家对医疗卫生行业的重视和医疗行业竞争激烈程度的加深，医院对于信息化建设的重要性认识也在不断加深。根据卫生部的数据，2006-2008 年全国卫生总费用年均复合增长率为 8%，呈逐年增长的趋势，同时医疗信息化费用占全国卫生总费用的比例也将逐年增加。预计到 2011 年我国医疗信息化市场容量约为 178.88 亿元。此外，按照“十一五”规划的要求，新型农村合作医疗到 2010 年的覆盖面将达到农村的 80% 以上。

公司医疗信息领域软件水平很高，有明显竞争优势，目前的主要问题是人才瓶颈，医疗信息领域专门人才相对稀缺，人才培养需要时间，速度赶不上需求。

三、 内含+外延增长模式

外延式增长是公司的长期发展策略，公司明确表示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并购。公司选择并购标的主要标准是在业务方面能与自身业务产生协同效应，进一步巩固自己在优势行业的竞争地位或在业务上有互补左右。

图表 7 东华软件近年并购/参股标的

公司名称	收购/参股时间	所占股权	主营业务
北京联银通科技有限公司	2008 年 2 月	100%	国内最大的 ATM 服务商之一，在金融业拥有多年业务经验并且与客户建立起长期合作关系。
北京厚盾科技有限公司	2009 年 10 月	100%	在全面预算管理软件领域及相关企业咨询、服务及实施方面处于行业领先地位。
北京东方通科技发展有限公司	2009 年 10 月	11.5%	国内中间件市场份额仅次于 IBM 和 Oracle 排名第三；拥有人行、工行等优质客户，获得“核高基”专项资金。计划 2010 年创业板上市。
北京神州新桥科技有限公司	2009 年 12 月	100%	主要从事对金融业客户的网络系统集成服务，曾为人行、工行、建行、中行等优质银行客户停工服务。

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

四、 向软件业务转型

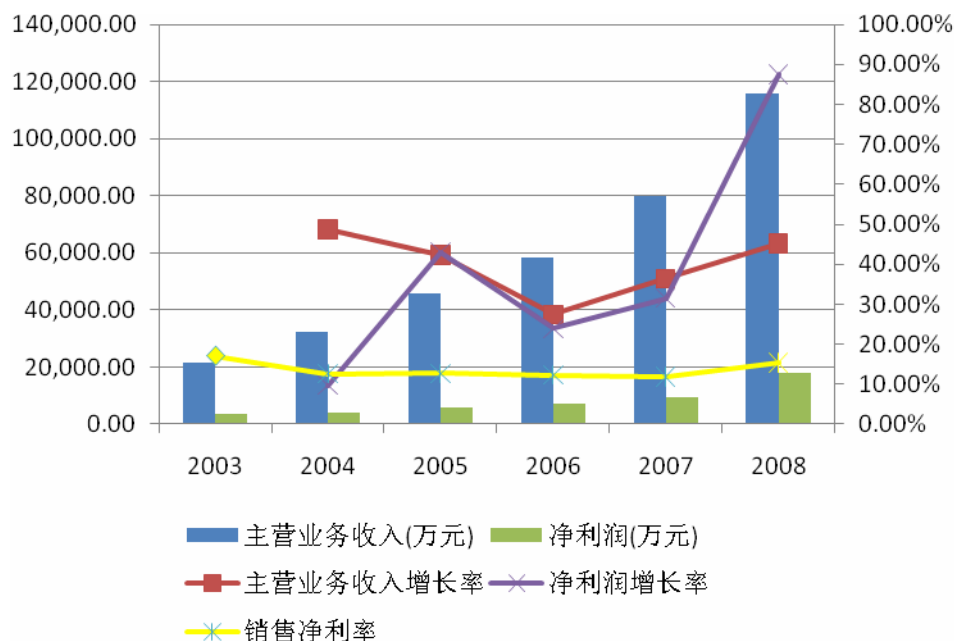
近年来公司一直致力于向毛利更高的软件和咨询业务转型，2009 年公司由“东华合创”更名为“东华软件”也体现了公司的这种发展思路。软件市场容量巨大，需求广泛，公司选择从自身具有核心竞争力的细分行业入手，开发提高项目管理效率、缩

短项目实施时间的附属性软件，例如公司目前开发的流量管理系列软件。目前软件业务还不是公司的主要收入来源，但提高总体毛利率，实现收入结构升级是公司的长期发展方向。

五、 财务分析

2003-2008 年，公司主营业务收入增长复合增长率 39.79%，净利润复合增长率 36.85%，销售净利率保持在 10%以上，盈利能力和增长性远高于行业平均水平。

图表 8 东华软件 2003-2008 年营业收入及利润变化



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

六、 盈利预测与评级

我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为：0.56 元、0.79 元、1.11 元，相对当前股价市盈率为 43 倍、30 倍、22 倍，处于行业低端。我们认为公司在软件与系统集成领域具有核心竞争优势；在金融、电信、医疗、政府等行业都有丰富的经验和客户关系积累；内生+外延增长模式不断给公司带来新的增长点。给予推荐评级。

利润表		单位：万元			
项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入	79,817	115,892	150,930	196,385	256,872
增长率 (%)	31.63%	45.20%	30.23%	30.12%	30.80%
减：营业成本	62,887	86,517	110,217	141,882	182,471
营业毛利	16,929	29,375	40,713	54,503	74,401
增长率 (%)	42.97%	73.52%	38.60%	33.87%	36.51%
毛利率 (%)	21.21%	25.35%	26.97%	27.75%	28.96%
减：营业税金及附加	568	1,129	815	1,060	1,386
资产减值损失	194	358	0	0	0
销售费用	2,472	3,589	6,973	7,570	9,901
管理费用	4,452	6,799	11,340	14,755	19,300
财务费用	-17	271	266	229	179
费用率 (%)	8.65%	9.20%	12.31%	11.48%	11.44%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
营业利润	9,260	17,229	21,320	30,890	43,635
营业利润率 (%)	11.60%	14.87%	14.13%	15.73%	16.99%
增长率 (%)	27.55%	86.06%	23.74%	44.89%	41.26%
加：营业外收入	1,053	1,628	3,544	4,612	6,032
减：营业外支出	22	0	1	1	2
利润总额	10,290	18,857	24,863	35,501	49,665
增长率 (%)	41.77%	83.25%	31.85%	42.78%	39.90%
利润率 (%)	12.89%	16.27%	16.47%	18.08%	19.33%
减：所得税	814	1,088	1,190	1,700	2,378
实际税负比率 (%)	7.91%	5.77%	4.79%	4.79%	4.79%
少数股东损益	2	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	9,475	17,770	23,673	33,801	47,288
增长率 (%)	38.91%	87.55%	33.22%	42.78%	39.90%
净利润率 (%)	11.87%	15.33%	15.68%	17.21%	18.41%
每股收益 (元)	0.22	0.42	0.56	0.79	1.11

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。