

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

公司评级

本次评级	增持
上次评级	无

相关信息

收盘价（10.07.19）	12.46
总股本（百万）	1227.6
流通股本（百万）	327.3
流通市值（亿）	40.78

相关研究报告

结论与观点

□ 公司基本面良好，海外业务拓展较为顺利

截止 09 年末，公司的主营业务分为两个部分，软件及系统集成和医疗系统，两者收入分别为 34.3 亿和 6.3 亿。

软件及系统集成的 34.3 亿中 14 亿来自国际业务，包括嵌入式软件开发和外包业务，前者占到大半。这 14 亿的国际业务中来自日本的占 75%，其余来自欧美。从今年上半年的情况来看，来自日本的收入有所下滑，主要是公司的合作方东芝和阿尔派今年业绩继续下滑所致。而欧洲业务收入增长较快，主要是拜 Nokia 所赐，今年同比增速达到 50%。

国内业务收入的 20.3 亿中 70%来自软件开发与服务，30%来自硬件。硬件部分采购订单的毛利率公司控制得较为严格，原则上毛利率 10%以下的订单难以获得公司通过。再从行业占比来看，20.3 亿中政府收入 4 个亿左右，电力、电信分别各 2 个亿，来自其余各行业的收入规模也在 6-7 千万。

医疗方面 09 年的 6.3 个亿全部为医疗设备的收入，其中外销的占比不到 20%。此外 09 年医疗 IT（软件系统）方面的收入记到了软件及系统集成业务中，从 10 年开始将并入医疗系统。预计 10 年公司医疗系统业务的收入将有快速的增长，其中医疗 IT 方面的收入能够达到 1 个亿。

□ 全球化经营是公司的发展战略

全球化经营是公司的发展目标。随着公司规模的增长，从 09 年开始，东软更为积极地寻求外延式发展的模式，并且将重点放到海外市场的拓展上。比如近 2 年公司在智能手机和汽车电子领域进行了一系列的收购，成为 nokia 智能手机软件开发商中人员规模前三的企业，收入规模预计从 09 年的 2 千万美元增加至今年的 4 千万美元。Harman 在今年也将贡献收入。

□ 各行业客户情况

医疗领域：国内市场公司发展的重点是医疗业务，虽然 09 年医疗方面的收入只有 6.3 个亿，但和国内企业相关业务横比也是名列前茅的。在该业务上公司的优势在于研发和大客户资源。随着 09 年在 CT 机中的限制性条款到期，预计医疗设备方面的收入 10 年将有较快的增长。在医疗 IT 领域，影像管理、医院管理信息系统中公司有较强的竞争优势和品牌优势，并且在寻找一些并购的机会。

电信领域：随着 3G 投资的持续，公司来自电信方面的订单仍然有所增长，从上半年的情况来看比较乐观。三网融合的实质性进展是公司电信方面业务爆发的加速器，去年已经有一些三网融合方面的订单。

电力领域：SG186 项目中还未完成的 6 个省/直辖市中公司拿下 2 个省/直辖市的业务（北京、蒙东），电科院拿了 2 个，朗新拿了 2 个。远光软件是做电力财务

系统，和公司在业务上面基本没有直接的竞争。今年国网将启动全国营销大集中的项目，该项目包括从终端的用电量信息采集及传输到各省/市的业务中心，再从业务中心汇总用电量数据纳入到国网的全国营销平台。目前国网重点推广的省/市的用电量信息纳入全国营销平台的工作，用电量信息采集受各地经济发达程度不同限制较多（欠发达地区仍然为人工抄表，部分试点地区已开始使用智能电表），未来能否自动采集还需要看智能电网项目的推进速度。目前参与到国网全国营销平台建设项目的公司有东软、国电南瑞、电科院、一些电表厂商。公司在该领域已有所布局，如全资收购的浙江海科主要提供电力领域的自动采集系统。

其他：政府方面公司通过收购沈阳金软参与住房公积金平台的建设，此外在社保、医保领域公司占有较高的市场份额。金融方面仍然是一些老客户，没有大的增长。

□ 盈利预测与估值

我们认为 2009-2010 年是公司的转型之年，从近 2 年公司较多的并购可以看出。在并购企业和公司本身企业文化融合之后，我们认为公司将进入较快的发展期。但是 2010 年的业绩将受累于工资体制改革，预计难以有突出的表现。我们给出公司未来 3 年的 EPS 为 0.52、0.62、0.76 元，对应 7 月 19 日收盘价 12.46 元的 PE 为 24、20、16 倍，首次给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

海外业务拓展不顺利的风险。

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4166	4872	5867	6996
收入同比(%)	12%	17%	20%	19%
归属母公司净利润	641	641	756	930
净利润同比(%)	31%	0%	18%	23%
毛利率(%)	34.9%	34.9%	34.0%	34.0%
ROE(%)	16.0%	14.4%	14.5%	15.1%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.62	0.76

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2850	3487	4135	5200	营业收入	4166	4872	5867	6996
现金	1618	2067	2438	3171	营业成本	2712	3173	3870	4618
应收账款	730	879	1112	1393	营业税金及附加	54	62	75	90
其他应收款	99	120	143	171	营业费用	285	368	423	487
预付账款	37	42	52	61	管理费用	535	650	748	860
存货	297	311	306	308	财务费用	18	22	24	16
其他流动资产	68	68	84	96	资产减值损失	13	17	15	16
非流动资产	3359	3583	3833	4179	公允价值变动收益	9	3	5	5
长期投资	578	698	836	1004	投资净收益	112	120	125	130
固定资产	1476	1355	1232	1108	营业利润	672	703	842	1045
无形资产	396	481	591	726	营业外收入	67	68	68	68
其他非流动资产	909	1048	1174	1341	营业外支出	11	19	16	17
资产总计	6209	7070	7968	9379	利润总额	728	752	894	1096
流动负债	1298	1571	1849	2176	所得税费用	77	113	134	164
短期借款	0	40	40	40	净利润	651	639	759	932
应付账款	484	571	735	924	少数股东损益	11	-1	3	2
其他流动负债	815	960	1074	1212	归属于母公司净利润	641	641	756	930
非流动负债	638	771	627	775	EBITDA	828	876	1017	1212
长期借款	152	302	152	302	EPS (元)	0.68	0.52	0.62	0.76
其他非流动负债	486	469	475	473					
负债合计	1936	2342	2476	2950	主要财务比率				
少数股东权益	275	274	277	279	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	944	1228	1228	1228	成长能力				
资本公积	646	363	363	363	营业收入	12.3%	17.0%	20.4%	19.2%
留存收益	2426	2878	3634	4563	营业利润	33.6%	4.7%	19.8%	24.1%
归属于母公司股东权益	3998	4454	5215	6149	归属于母公司净利润	30.5%	0.0%	18.0%	22.9%
负债和股东权益	6209	7070	7968	9379	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	34.9%	34.9%	34.0%	34.0%
单位:百万元					净利率(%)	15.4%	13.2%	12.9%	13.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	16.0%	14.4%	14.5%	15.1%
经营活动现金流	773	673	837	959	ROIC(%)	33.6%	34.6%	41.8%	50.6%
净利润	651	639	759	932	偿债能力				
折旧摊销	139	150	151	151	资产负债率(%)	31.2%	33.1%	31.1%	31.5%
财务费用	18	22	24	16	净负债比率(%)	7.85%	15.03%	8.02%	11.86%
投资损失	-112	-120	-125	-130	流动比率	2.20	2.22	2.24	2.39
营运资金变动	66	-11	-5	-33	速动比率	1.95	2.01	2.06	2.24
其他经营现金流	11	-7	33	24	营运能力				
投资活动现金流	-137	-216	-288	-361	总资产周转率	0.71	0.73	0.78	0.81
资本支出	351	0	0	0	应收账款周转率	6	6	6	5
长期投资	104	257	267	334	应付账款周转率	6.33	6.02	5.92	5.57
其他投资现金流	318	41	-21	-27	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-168	-8	-177	135	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.52	0.62	0.76
短期借款	0	40	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.55	0.68	0.78
长期借款	-123	150	-150	150	每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.63	4.25	5.01
普通股增加	0	283	0	0	估值比率				
资本公积增加	-46	-283	0	0	P/E	23.88	23.87	20.23	16.45
其他筹资现金流	1	-198	-27	-15	P/B	3.83	3.43	2.93	2.49
现金净增加额	461	449	371	733	EV/EBITDA	16	15	13	11

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。