

2010年11月4日

东华软件

盈利向好，成长可期

买入

A 002065.SZ – 人民币 27.95

目标价格: 人民币 38.00

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	20	(7)	15	46
相对新华富时	34	(23)	3	58
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	426
流通股(%)	78.17
流通股市值(人民币 百万)	9,737
3个月日均交易额(人民币 百万)	79
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
东华诚信电脑科技发展有限公司	30.6

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 东华软件正在从系统集成商逐步转型成为领先的应用系统提供商。公司三大主营业务结构清晰: 系统集成、软件业务和技术服务。其中自行开发的软件产品以及软件服务收入比重不断增大, 预计公司未来毛利率将快速上升, 公司的盈利能力将不断加强。
- 东华软件的“内涵式增长+外延式扩张”的发展模式趋于完善, 将支撑公司未来业绩持续增长。公司2006-2009年净利润的复合增长率高达149%。我们预计公司未来3年复合增长率将达到35%。
- 金融和医疗行业信息化景气度上升给公司带来巨大商机, 预计将成为利润增长的重要来源。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的不确定性, 将影响公司订单获得情况。

估值

- 在不考虑可能的大型收购的情况下, 我们预计2010-12年每股收益分别为0.77、1.05和1.42元。我们给予公司36倍2011年市盈率, 目标价为38.00元, 首次评级为**买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,159	1,549	1,956	2,448	3,017
变动(%)	45	34	26	25	23
净利润(人民币 百万)	178	241	327	449	605
全面摊薄每股收益(人民币)	0.417	0.566	0.769	1.053	1.421
变动(%)	87.5	35.6	35.8	37.1	34.9
市盈率(倍)	67.0	49.4	36.4	26.5	19.7
每股现金流量(人民币)	0.34	(0.00)	0.51	0.48	0.74
价格/每股现金流量(倍)	71.9	174.4	46.4	44.0	30.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.8	47.3	33.3	23.6	17.0
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.154	0.211	0.284
股息率(%)	0.4	0.4	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

投资要点.....	3
盈利预测和估值.....	5
行业前景.....	8
打造综合 IT 应用系统解决方案提供商	12
下游需求旺盛，金融医疗成长前景可观.....	19
盈利能力不断增强	23
外延式扩张是公司基本策略.....	26
财务状况.....	28
风险.....	29
附录、公司简介及股权结构.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司	34

投资要点

软件服务行业市场前景看好。（1）随着传统工业增长速度放缓，部分行业产能面临严重过剩的形势，传统的经济增长模式面临越来越大的挑战，经济结构调整势在必行，新兴信息产业就成为带动整个国民经济发展关键突破口。软件产业是新兴信息产业中非常重要的一环。（2）“十二五”规划和关于鼓励我国软件和服务产业的具体政策将极大促进相关行业的发展，历史证明当政策方向 and 市场需求相一致时将会对软件产业产生巨大推动作用。（3）国内公司市场竞争力逐渐提高，同国外厂商的差距正在缩小，在满足客户需求方面具有一定的优势。从而有能力在 IT 产业高速发展的过程中获取更多的收益。

公司向软件产品和软件服务商转型，盈利能力上升。公司的软件收入在总收入中的比重从 2006 年的 8.3% 上升到 2009 年的 17.9%。系统集成收入占总收入比重从 2006 年的 84.4% 下降到 71%。软件和服务收入的提高带来公司盈利能力的提升。公司 2006 年-2009 年的毛利率分别为 19.5%、21.2%、25.3%、26.5%，同时公司的销售净利率也呈现出不断上升的趋势。我们预计未来软件收入占公司收入比重有望快速上升，公司的利润增速将大大高于收入增长。

外延式扩张进展良好，后续并购值得期待。长期以来公司非常重视利用其资金和市场优势地位实现行业整合。通过不断收购公司补充公司产品线，扩大业务范围和客户群体，培育了新的利润增长点。从 2008 年至今，公司相继收购了联银通、厚盾科技和神州新桥，参股了东方通科技，加强了公司在银行应用软件开发、全面预算管理、中间件和金融行业网络集成等业务上的实力，同时还获取了被收购公司长期积累的客户关系网络。

重点行业布局优势显著，大客户开拓成果显著。下游行业的IT信息化需求旺盛，尤其是金融和医疗领域。公司在金融和医疗领域已经有了多年的积累，公司的优势在于：稳定的客户关系、业内标杆性的案例和公司的成本优势。公司在金融行业的开拓步伐加快，未来可能通过收购继续扩大公司在金融行业的覆盖面。金融行业是我国IT开支最大也最稳定的行业，目前大型国有银行和股份制银行IT需求趋于稳定，但是一半以上的城市商业银行和95%以上的信用合作社的信息化建设还非常薄弱，随着大量中小银行、城商行和信用合作社加大IT系统方面的投入，公司的金融业务将迎来重要的发展机遇。医疗信息化建设是未来一段时间医疗改革的重点内容之一，市场总体新增需求可达数百亿。在金融领域，公司实力雄厚：中国人民银行、中国银行、建设银行、农业银行、中国邮政储蓄银行、中国光大银行、华夏银行、开封市商业银行等都是公司的客户。在医疗卫生领域，公司目前已经在高端客户群体中占据了相当大的市场份额。目前全国最大的50家三甲医院已经有40家是公司的客户。而金融和医疗领域是公司未来最重要的增长点。此外，公司的客户还包括最高人民检察院、质检总局、工商总局、民政部、水利部、卫生部等国家机关，还有中石油、中国石化等等大型企业。

公司管理优秀，执行能力较强。公司是国内最早引入软件工程方法的系统集成商之一，成本控制力强。公司在行业内有多年的经验和项目积累，锻炼出了经验丰富的技术研发和工程实施团队，公司承接项目的按时竣工率较高。公司同国内多所高校和研究所保持良好关系，通过项目外包，吸收实习学生等方式降低成本。

盈利预测和估值

盈利预测关键假设

收入预测:

系统集成业务: 我们预计公司的系统集成业务将保持稳定增长的态势, 增速有所放缓。基于公司在手订单以及中标项目的情况, 我们预计今年全年增长速度将达到 19%, 2011-2012 年该业务的收入增长速度分别为 18% 和 17%。

软件收入: 我们预计未来三年自制及定制软件收入增长率分别为 60%、50% 和 40%。主要是基于 (1) 行业应用解决方案是未来的发展方向, 单纯的系统集成需求增长速度趋于稳定, IT 下游需求的主要方向转向软件; (2) 公司向高附加值的软件和解决方案提供商转型, 进一步加大软件研发的投入, 开发更多软件产品提供给客户。

技术服务: 我们预计未来三年收入增长率为 20%、18% 和 18%。

毛利率假设:

系统集成业务的毛利率将保持平稳状态。我们预计未来三年的毛利率将维持在 12.5% 左右。原因在于: (1) 系统集成业务门槛相对较低, 竞争较为激烈, 毛利率提高面临较大丢失客户的风险; (2) 大多数客户同公司建立长期的合作关系, 有助于稳定毛利率。同时由于系统集成行业的毛利率已经非常低, 进一步下降的风险不大。

自制和定制软件产品毛利率。软件产品的特性决定了其有较高的毛利率, 我们预计未来三年软件业务毛利率有望保持在 75% 以上。

综合以上假设, 我们预计公司 2010 年-2012 年的综合毛利率分别为 29.5%、32.3% 和 34.4%。

费用率预测:

销售费用率: 公司目前基于现有客户的二次销售占总销售额比重的 70%。公司销售人员增长比较稳定, 工资水平处于行业中上位置, 目前来看大幅度提高工资水平的压力不大。因此我们假设公司的费用率将保持稳定。

管理费用率：加大自制和定制软件开发需要投入人力资源，同时，随着公司规模的不不断扩大，对经营管理人才的需求更加迫切，这方面的开支也将有所加大。我们预计公司研发费用占比将小幅提升。将影响管理费用率1个百分点。

综合来看，我们预计公司未来的费用率将小幅提升。

营业收入预测

图表 2. 主营业务收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（人民币 百万）				
系统集成	1,100	1,309	1,545	1,807
同比变动 (%)	25	19	18	17
自制及定制软件	278	445	667	934
同比变动 (%)	153	60	50	40
技术服务	143	172	202	239
同比变动 (%)	3	20	18	18
其他	28	31	34	37
同比变动 (%)	(10)	10	10	10
合计	1,549	1,956	2,448	3,017
同比变动 (%)	34	26	25	23
分产品占比 (%)				
系统集成	71	67	63	60
自制及定制软件	18	23	27	31
技术服务	9	9	8	8
其他	2	2	1	1
合计	100	100	100	100
主营业务成本（人民币 百万）				
系统集成	959	1,145	1,352	1,581
同比变动 (%)	22	19	18	17
自制及定制软件	95	111	167	234
同比变动 (%)	na	17	50	40
技术服务	60	94	111	131
同比变动 (%)	9	56	18	18
其他	24	27	30	33
同比变动 (%)	6	14	10	10
合计	1,139	1,378	1,660	1,979
同比变动 (%)	32	21	20	19
毛利率(%)				
系统集成	12.8	12.5	12.4	12.2
自制及定制软件	65.8	75.0	76.0	75.5
技术服务	57.8	45.0	46.0	47.0
其他	13.3	10.0	9.0	8.0
合计	26.5	29.5	32.2	34.4

资料来源：公司资料，中银国际研究部

估值

我们采用相对估值的市盈率估值的方法来测算公司的价值。不考虑可能的大型收购,我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.77 元、1.05 元和 1.42 元,同比增速分别为 35.8%、37.1% 和 34.9%。目前系统集成和 IT 应用类上市公司 2011 年市盈率平均为 33.3 倍,而基于公司强烈的收购整合预期,我们给予公司人民币 38 元的目标价,对应 2011 年 36 倍市盈率。首次覆盖给予买入评级。

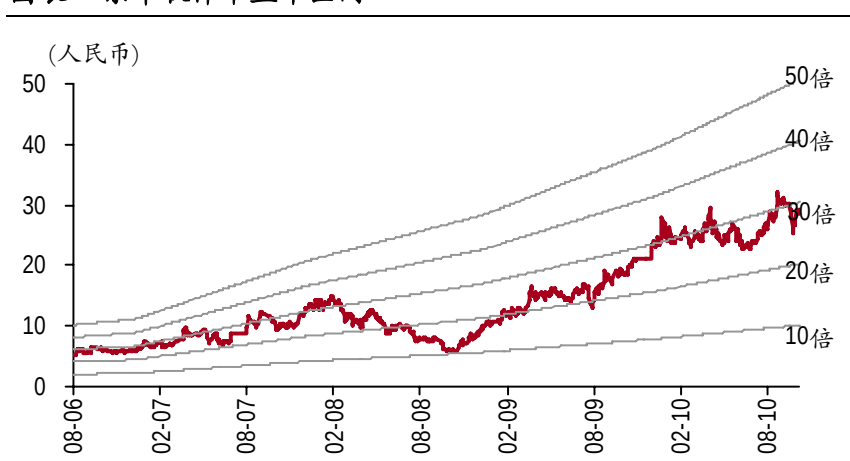
图表 3. 可比公司估值比较

代码	名称	收盘价	总市值 (百万)	流通 市值 (百万)	每股收益 (元/股)		市盈率 (倍)		每股收益增长 (%)		净资产收 益率 (%)
					2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
002368.SZ	太极股份	44.53	4,513	1,142	0.95	1.37	47.0	32.5	52.7	44.8	9.7
600845.SS	宝信软件	29.30	7,810	5,189	0.94	1.16	31.0	25.3	9.6	22.7	20.1
600410.SS	华胜天成	20.91	11,233	10,719	0.44	0.57	47.6	36.4	2.2	30.8	13.8
600571.SS	信雅达	12.44	2,510	2,510	0.29	0.47	42.8	26.7	231.9	60.3	14.1
600718.SS	东软集团	17.88	22,391	5,970	0.58	0.72	31.1	24.9	9.8	24.7	15.7
600536.SS	中国软件	23.71	5,618	4,015	0.28	0.44	83.2	54.5	239.3	52.6	5.9
002280.SZ	新世纪	25.86	2,827	857	0.44	0.52	59.0	49.6	20.9	18.8	na
600797.SS	浙大网新	7.27	6,049	6,049	0.11	0.16	64.9	45.2	164.7	43.6	3.3
行业平均							44.8	33.3			12.6
002065.SZ	东华软件	27.95	11,907	9,224	0.77	1.05	36.4	26.5	35.8	37.1	22.8

资料来源: 万得资讯、中银国际研究部

*股票价格取 2010 年 11 月 3 日的收盘价格

图表 4. 东华软件市盈率区间



资料来源: 万得资讯、中银国际研究部

行业前景

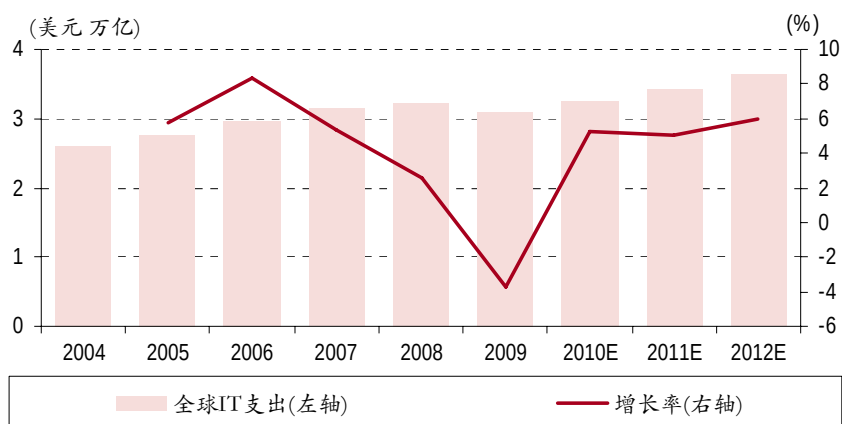
全球软件产业恢复增长

金融危机之后全球 IT 产业逐步复苏。根据 Gartner 的研究,预计 2010 年全球软件销售收入增速将由 2009 年的-2.6%增加到+4.5%。整个软件产业正持续复苏并且显示出良好增长的态势。原有系统的更新需求、对信息安全的需求和业务发展对软件产品的新增需求是促进最终用户加大软件投入的三个最主要依据。

新兴市场是 2010 年 IT 行业复苏的最大受益者。Gartner 预计亚太地区的 IT 支出将增长 7%,拉丁美洲的 IT 支出将增长 9.3%,中东和非洲将增长 7.7%。

未来三年, Gartner 预计全球 IT 支出将保持 4%-6%的增速。进一步讲,在 2014 年之前,企业在硬件领域的支出将会持续低于 2008 年的整体支出水平,然而软件和服务将是 IT 支出增长的重心。2010 年软件支出恢复迅速,行业规模已经超过金融危机之前的水平, Gartner 预计增长将进一步持续到 2014 年。预测还指出了 2011 年软件销售增长率的地区差别,在软件支出比例较低的亚太地区,销售收入增速有望达到 11.5%。我们认为,推动全球 IT 支出增长的主要因素包括云计算、社交网络的商业影响和基于地理位置的软件等。

图表 5. 全球 IT 支出规模和增速



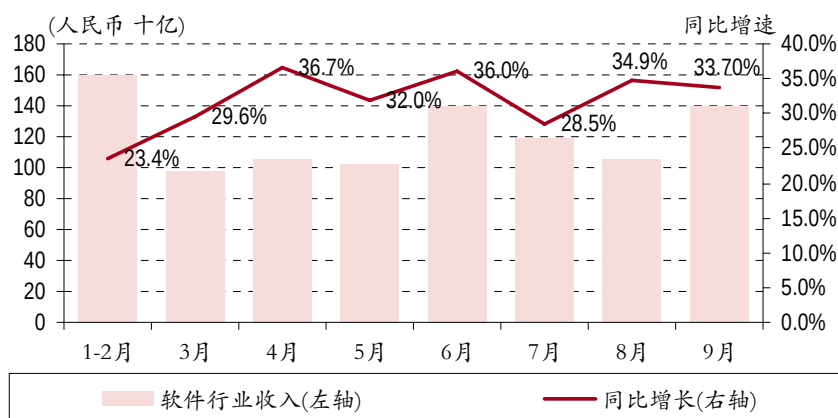
资料来源: Gartner, 中银国际研究部

我国软件服务行业成长前景向好

行业景气度高

我国软件行业正处于持续高速发展时期，行业景气度较高并且有望持续。根据工业和信息化部的数据，我国软件产业从2006-2009年的复合增长率达到25.8%。2010年1-9月份，我国软件产业实现收入9,682亿元，同比增长30.3%。其中9月份完成软件行业收入1,396亿元，是今年以来最高的月份。分季度来看，软件业务收入2010年1-3季度分别为2,573、3,475和3,634亿元，增长25.7%、31.8%和32.3%，增速逐渐加快。

图表 6. 2010 年 1-9 月我国软件行业收入规模和增速

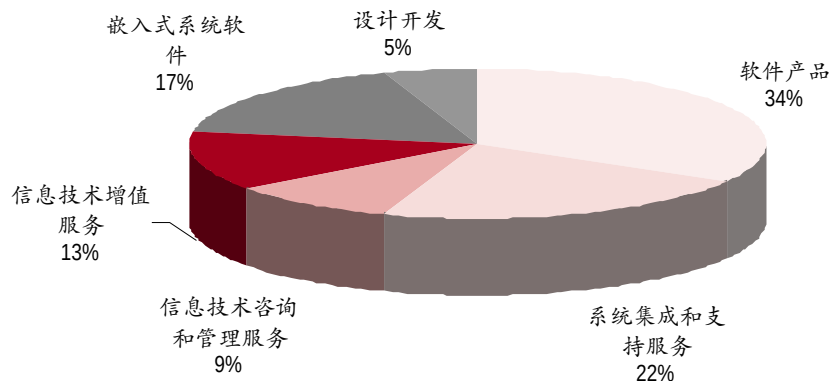


资料来源：工信部，中银国际研究部

产业升级加速

行业结构发生一定的变化，突出表现在高端软件服务增长迅，显示我国软件行业正在从低端向中高端逐步迈进。未来IT咨询服务和外包服务将是推动软件产业高速增长的引擎。分子行业来看，前三季度增长最迅速的是信息技术咨询服务和信息技术增值服务，其收入分别为898和1,256亿元，同比增长39.6%和40.6%，分别高于全行业收入增速9.3和10.3个百分点。传统的软件产品收入比重仍然是最大的，1-3季度收入达到3,246亿元，占软件产业总收入的33.5%，同比增长25.1%，增速比去年同期高4个百分点。系统集成和支持服务收入2,119亿元，同比增长27%，增速比去年同期高9.7个百分点。嵌入式系统软件收入1,642亿元，同比增长24.1%，增速比去年同期提高8.8个百分点。前三季度，海外软件需求有所恢复，我国软件出口收入达到165亿美元，同比增长23.8%。其中，外包服务出口20.5亿美元，同比增长32.7%，高于软件出口增速8.9个百分点。

图表 7. 2010 年 1-9 月我国软件行业收入结构

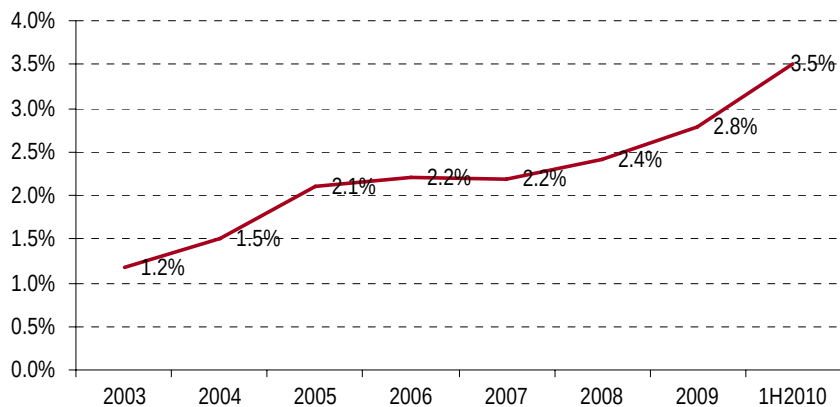


资料来源：工信部，中银国际研究部

在国民经济中重要性增加

软件业总产值在 GDP 中的比重是衡量软件业发展程度的重要标志。2007-2009 年，我国软件行业总产值在 GDP 中的比重分别为 2.2%、2.4%和 2.8%，呈现出稳步提高的趋势，但是同发达国家 7-10%的比重相比还有很大差距。未来软件行业发展空间依然很大。

图表 8. 软件行业收入占 GDP 的比重



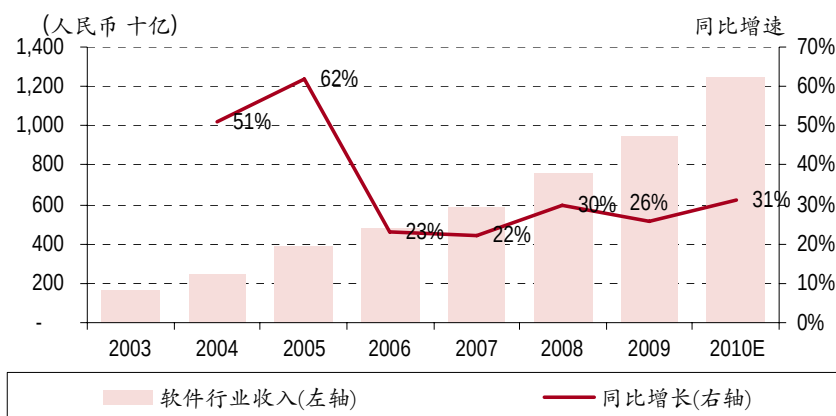
资料来源：统计年鉴、工信部、中银国际研究部

未来发展空间依然广阔

我们认为在未来三年中，我国的软件产业将保持高速增长的状态，增速将维持在 25% 以上。我们的判断基于：

1. 我国行业信息化率依然较低，金融危机之后企业 IT 需求强劲反弹。加快信息化步伐是我国的一项基本战略。经过多年的建设，我国信息化的硬件基础设施已经达到了一定的水平，未来信息化的重点将逐步转向以行业应用为主的软件建设和 IT 服务上来。随着经济结构调整的深入，传统产业将从扩大收入转向控制成本提高管理效率上来，对软件的需求将进一步升级。此外中小型企业信息化需求有望爆发。
2. 国家将加大对软件产业发展的支持力度。软件产业作为现代经济的重要产业，得到了中央到地方各级政府的政策支持。2000 年的软件产业十八条有望在今年年底明年年初得到进一步延续，而“核高基”、“十二五”规划、振兴新兴产业的决定等等将进一步加快我国软件产业快速发展的步伐。经济发展模式的转变为软件行业的发展提供充足的动力。
3. 新技术和新模式将推动软件产业升级。新技术一直以来是软件企业发展的重要推动力量。企业对 IT 应用的从最开始的电子化办公、收发邮件进化到利用 IT 技术进行工作流程的管控，到如今的综合性、一体化的 IT 解决方案，技术对产业的推动作用不言而喻。随着技术的进步和商业模式的变更的发展变革，IT 系统的需求将更加复杂化和多样化，所需要的投入也大大增加。预计未来云计算、物联网、三网融合等新商业模式将刺激相关软件产业的高速成长。

图表 9. 我国软件行业收入规模和增速



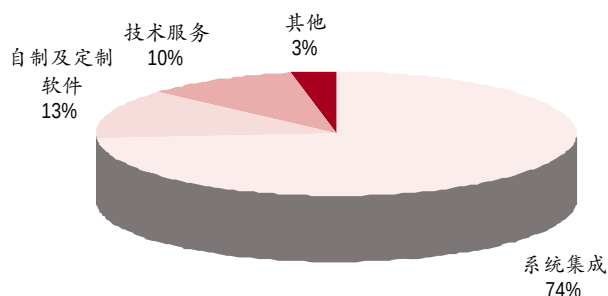
资料来源：工信部、中银国际研究部

打造综合 IT 应用系统解决方案提供商

东华软件正从优秀的系统集成商转型成为先进的行业应用系统提供商。公司 2010 年 1-9 月份收入同比增长 19.9%，净利润同比增长 31.7%，主要因为公司毛利率大幅攀升，从去年同期的 26.2% 提升至今年前三季度的 29.4%。2010 年 3 季度公司毛利率达到了 33%。显示了公司的转型速度正在加快，盈利能力得到加强。

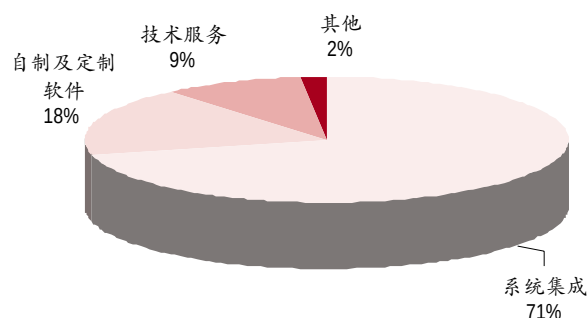
公司目前主要业务由三个部分组成：系统集成、自制及定制软件和技术服务。2010 年上半年三项业务占总收入的比重分别为 74%、13% 和 10%。三项业务毛利占比分别是 39%、37% 和 22%。其中自制及定制软件收入占比较 2009 年的 17.9% 有所下降主要是因为季节性因素，总体来讲，自制及定制软件在总体收入中的比重将不断的提升，从而带动公司毛利率和净利率进一步提升。

图表 10. 东华软件 2010 年上半年主营业务收入构成



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 11. 东华软件 2010 年上半年主营业务毛利构成

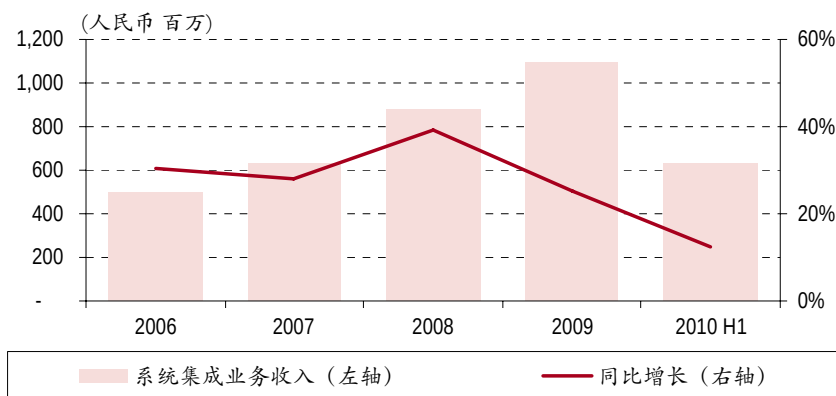


资料来源：公司年报，中银国际研究部

系统集成业务

系统集成业务是公司最主要的收入来源。2006-2009 年系统集成业务占公司收入比例分别为 79.1%、75.8% 和 71%，而在公司总体毛利中所占比重分别为 27.3%、31.2% 和 34.3%。东华软件主要系统集成业务包括：网络工程、数据中心、容灾系统、安全服务系统、视屏监控系统、建筑智能化和视屏会议系统等，涵盖范围十分广泛。

图表 12. 系统集成业务的收入和增长



资料来源：公司数据，中银国际研究部

发展空间广阔，竞争比较激烈

我国的系统集成市场逐步从高速增长阶段进入相对平稳增长的稳定发展阶段，2009年，以电信、金融行业客户为主的公司继续保持较快增长，软件收入增速超过了35%。汽车、交通、电力行业等受到国家基础设施建设投资拉动较为显著的公司软件投入力度也大大加强，相关软件企业的收入也保持了20%以上的增长。未来系统集成行业发展将向软件服务快速转型，是否拥有自主开发的平台产品将成为系统集成行业核心竞争力的体现，行业整体上从单纯的卖产品转向卖服务为主。服务收入比重将大大增加。围绕着系统集成业务的相关软件和技术服务是未来系统集成商竞争的焦点。

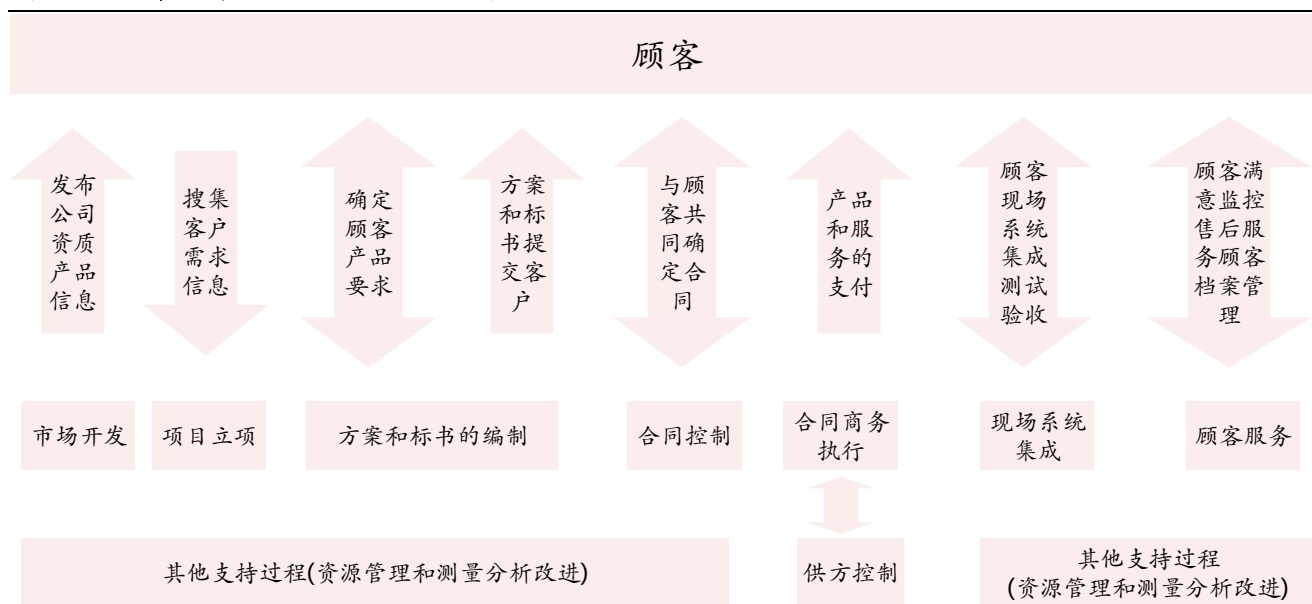
我国系统集成行业的竞争较为激烈，市场规模庞大但是极为分散。市场中存在大量的年收入1亿元以内的中小型企业，未来行业有进一步整合的需要。

近些年来，随着信息服务领域的扩张，国内的一些代理商逐渐从简单的代理销售过渡到为客户提供服务和解决方案，国外的领先软件厂商也将重点投入到行业应用解决方案上来，国内传统的系统集成商面临着较大的竞争压力。

公司的主要优势：

1. **公司拥有全面的资质。**公司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、软件单项资质和安防工程企业资质。目前工信部主要是通过资质认定的方式来防止行业的过度竞争。公司全面的资质保证了未来发展的需要。
2. **同客户长期合作的关系带来稳定的收入。**公司同主要客户保持了长期的良好合作关系，并且根据客户的需求和业务变化及时作出调整。公司服务意识较强，通过采用渗透式的销售方式提高了客户忠诚度，促进公司持续获得客户订单。公司营业收入中有 70% 来自对老客户的新产品和服务销售。
3. **公司拥有一支经验丰富的开发和实施团队，项目实施能力出色，管理水平比较高。**

图表 13. 东华软件系统集成项目流程图



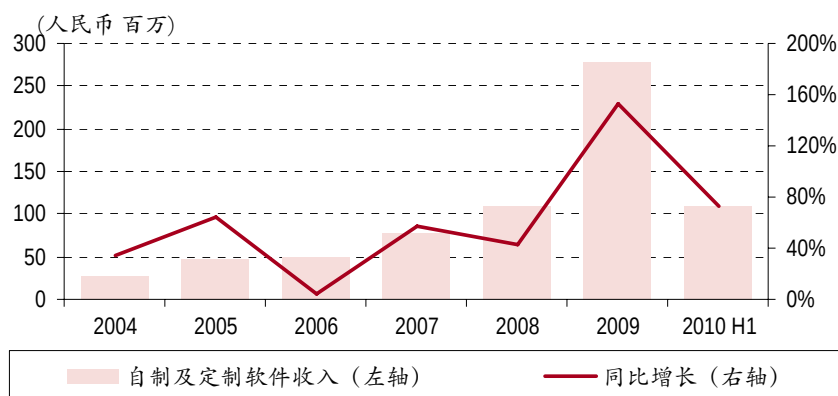
资料来源：公司资料，中银国际研究部

自制及定制软件开发

软件业务是未来的发展方向

软件业务是公司近年来开拓的重点，自制及定制软件开发收入比重的增加提高了公司的毛利率水平。通过加大自身投入以及兼并收购，公司建立起了丰富的软件产品线。公司的主要软件产品包括：厚盾全面预算管理、三网融合相关软件产品、网络流量分析系统、东华多媒体电子病历系统、东华银行业务全面解决方案、农产品流通领域数字平台、东华云计算解决方案平台，其他产品还包括IT服务管理系统、办公自动化系统、人力资源管理系统。全面的产品线满足了客户多层次的行业应用需要。

图表 14. 自主软件产品的收入和增长



资料来源：公司数据，中银国际研究部

公司近年来加大了在软件产品研发和销售方面的投入力度，选择市场需求旺盛的业务领域相继进入，提升了公司的整体竞争实力。公司对市场需求非常敏感，反应迅速。

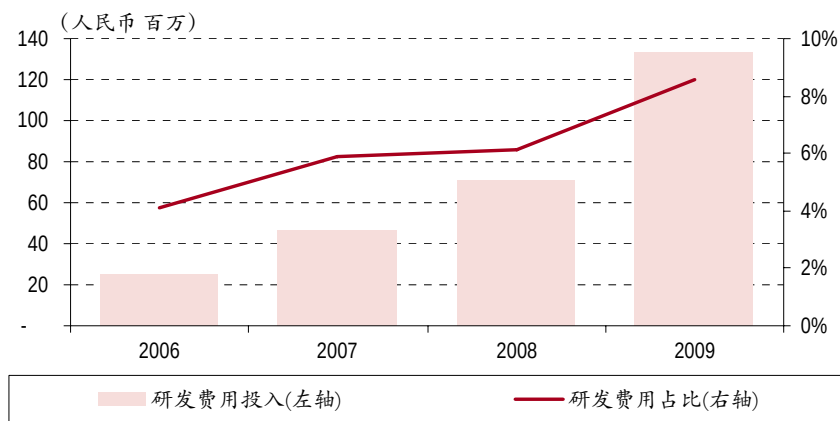
全面预算管理软件未来看好。2010年7月份，公司通过收购团队的方式设立了东华易时软件公司，研究开发电信运营商的业务系统、网络系统、决策支持系统，特别是三网融合需要的各类软件，积极把握三网融合给软件开发商带来的巨大商机。另外，全面预算管理是公司的重点发展的新利润增长点，行业前景看好。全面预算管理作为企业管理的重要手段，不仅是由预算规划、编制、执行、控制、考评所组成的管理过程，更是一个将企业绩效管理和企业战略执行力有效结合的系统管理工具。单纯的ERP、CRM、SCM软件已经很难满足企业发展的动态需要，企业需求的升级使全面预算管理软件面临较好的发展机遇。全面预算管理软件市场规模近年来不断扩大，预计2013年有望达到300亿左右的规模，成为仅次于ERP软件的第二大软件市场。2009年，东华软件通过收购厚盾科技全面进入这一领域。目前业务发展良好，2010年下半年先后中标了中联重科，山东钢铁集团等大型企业集团的全面预算管理项目，我们认为今年有望贡献较大利润。

公司农产品数字领域流通平台也取得突破。公司2010年以来累计签约了10多个地市农产品批发市场的信息化集成和软件开发项目，在全国重点农产品批发市场信息系统项目入围的14家系统集成商中项目中标总数位居第一。这些新的产品系统及时满足了市场的需要，将成为公司未来利润的主要增长点。

公司在软件业务的竞争优势

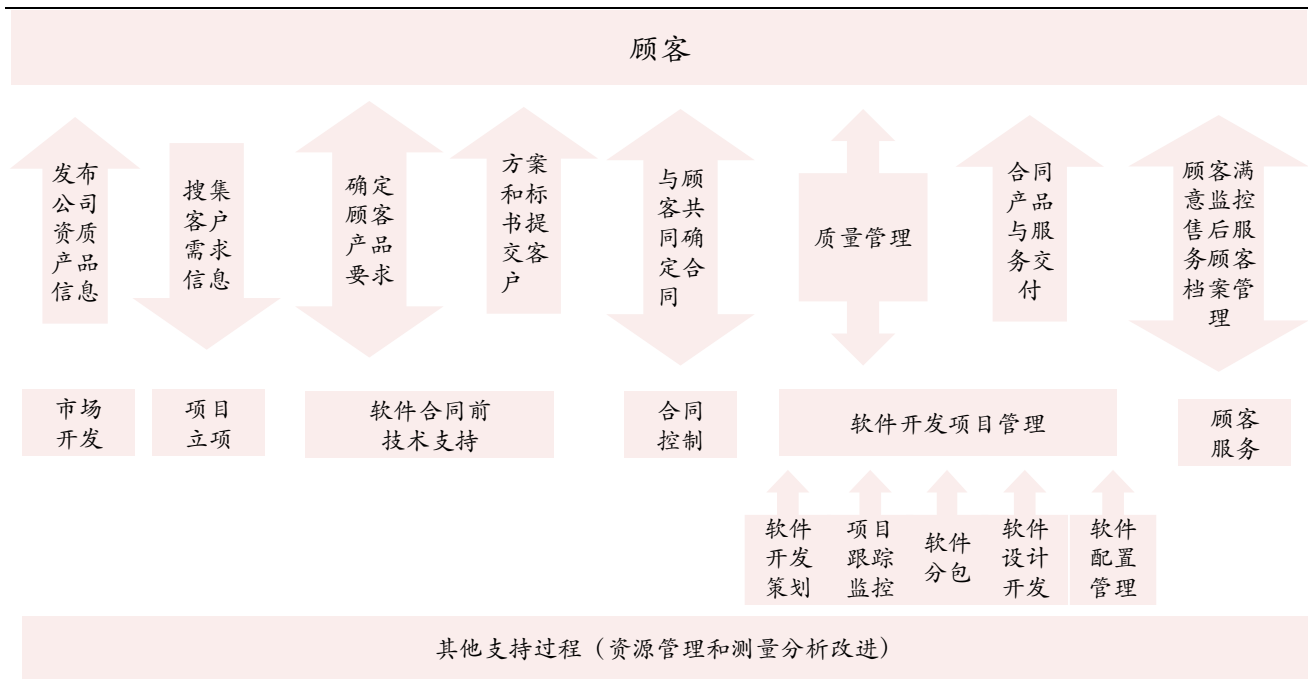
- 1. 公司创新能力较强。**一方面通过软件研发平台的建设及其作用的发挥为公司技术创新奠定基础，另一方面通过人才的培养及其能力的发挥实现公司的技术创新。
- 2. 了解客户需求，客户关系稳定。**公司在系统集成业务领域多年耕耘积累下来的客户关系网给公司的软件产品提供了很好的客户基础，客户乐于接受公司的软件产品。长期积累的经验和合作关系也使得公司对客户内部的情况非常了解，对于公司开发出适合客户的应用软件系统非常有利。
- 3. 公司重视软件研发投入。**公司在技术研发方面投入的力度较大，研发费用占总收入的比重逐年增加，有助于公司取得长远的竞争优势。仅2009年公司就新取得了东华贷记卡系统V1.0、东华手机银行系统V1.0、东华流量管理系统V1.6等56项计算机软件著作权，截至2009年底，公司拥有软件著作权243项，在业内处于领先的地位。

图表 15. 研发费用投入和研发费用占比



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 16. 软件开发项目流程图

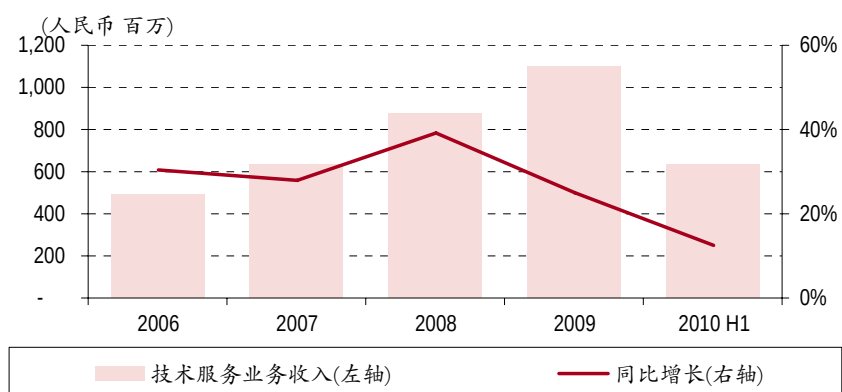


资料来源：公司资料，中银国际研究部

技术服务业务

公司的技术服务业务主要是为客户提供系统集成后的技术培训和技术支持等服务。技术服务收入在公司总收入中所占比重较小，但是关系到客户的满意程度，具有重要的地位。未来随着公司逐步转型成为综合性应用解决方案提供商，公司的技术服务业务也将从低级别的技术培训、技术支持、运维服务转向更高级别的系统解决方案咨询服务。目前人才瓶颈是公司业务升级的主要障碍之一。

图表 17. 技术服务业务收入和增长



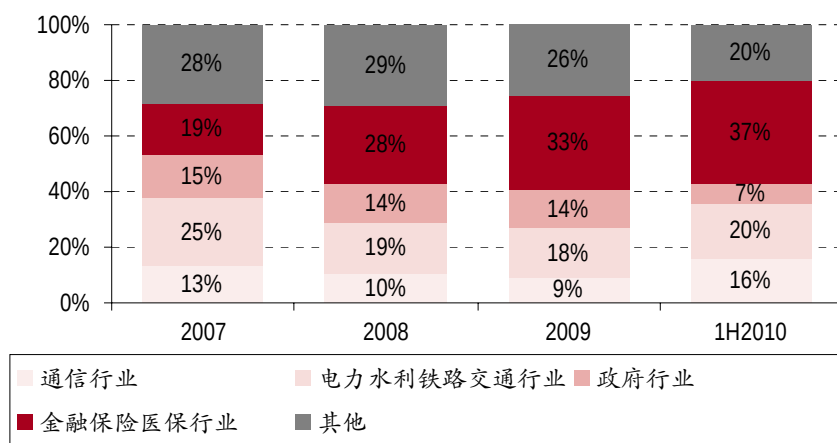
资料来源：公司数据，中银国际研究部

下游需求旺盛，金融医疗成长前景可观

公司的客户

公司的下游客户基础广泛，分布于国民经济的二十多个行业中。分散的客户结构使得公司主要产品短期之内不会遇到市场规模的天花板，具有较大的成长空间。在所有的行业中，金融保险、医疗、公用事业、通信和政府等重点客户是公司收入主要的来源，占据了公司总收入来源的 80%。在多个行业里，公司通过服务龙头企业完成的标杆性的项目，获得了很高的市场知名度和客户美誉度。

图表 18. 公司主营业务分行业构成



资料来源：公司年报，中银国际研究部

公司的客户支付能力强，IT 需求持续并且旺盛。公司的主要客户集中在通信、电力、政府、金融和医疗等行业，具有以下几个特点：（1）IT 投入预算充足并且支付能力强；（2）业务发展对 IT 应用的需求非常大并且具有持续性；（3）关注 IT 系统稳定有效的运行，对使用新技术不敏感。公司紧密把握了客户的上述特点，着力提高公司产品的稳定性和可靠性，满足客户的需要。客户对系统的稳定性、项目实施能力和服务的能力有很高的要求，行业新进公司比较难以打开市场。

行业应用软件开发商的核心竞争力之一是客户关系的维护和持续获得客户订单的能力。公司的客户黏性较高。公司有专门的销售负责主要客户，通过 200 多人的核心销售团队跟踪覆盖了 2,000 多家客户，同客户建立紧密的联系，有利于公司为客户提供及时有效的技术服务，帮助公司未来获得客户新的订单。公司的骨干销售一般都有 5 年以上的销售工作经验，具有计算机教育背景或者长期从事计算机技术工作，较好的激励机制保证了公司核心销售团队的稳定和高效。公司在经营中始终把客户的需要放在第一位，采用“7×24 小时”的服务响应模式，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；在重点客户现场公司安排工程师全天候值班，以便及时解决客户所面临的问题；由于公司对客户的服务到位，对客户的需求了解深刻，客户易于接受公司的其他软件产品。通过上述的努力，公司提高了客户尤其是大客户的忠诚度。公司在人才、技术、营销网络和产品线方面有综合性优势，能够满足客户不同时期不同业务的信息化要求。公司目前的销售收入中有约 70% 来自于老客户的新增订单。

金融和医疗业务是增长的主要动力。

金融业务前景靓丽

金融信息化需求非常旺盛。城市化进程的持续使得大型银行的 IT 系统需要进一步扩容以满足不断增长的业务需求。地方城商行的整合步伐近年来加速，将带来大量系统整合升级的需求。由于信息化起点较低，信用合作社市场是一个潜力巨大的市场。根据公司提供的资料，目前省级信用合作社信息化项目完成的仅有一半，绝大多数地市级信用合作社的信息化建设才刚刚起步，市场的需求空间有望在近两年打开。公司在金融领域多年经验和项目积累将帮助公司在中小银行特别是信用合作社和农商行的信息化建设中将占据一定的市场份额。我们预计今年公司来自金融行业的收入将同比增长 60%，未来两年也将保持 40%-50% 的增长速度，金融业务是公司利润的主要增长来源。

东华软件通过一系列收购构建了完整的金融信息化产业链。公司通过自身业务的开拓以及收购了联银通、神州新桥等公司，进一步加强了公司在这一重要战略领域的产品技术实力，同时也迅速获得了长期积累的客户关系资源。公司 2009 年收购的联银通公司是一家专业的金融自助设备服务商和制造商，是富士通 ATM 的“中国总代理”及 NCR、迪堡、西门子、IBM 等 ATM 设备代理商。联银通也自主研发生产金融自助产品，并成为中国工商银行指定金融自助设备提供商。在中国工商银行、交通银行、各地商业银行进行了成功的应用和售后服务工作，赢得了广大用户的好评，销售额逐年上升，最高合同金额达 1 亿元人民币。2009 年东华软件又收购了神州新桥，神州新桥的主营业务为网络系统集成和服务。主要客户包括工商银行、中国银行、建设银行以及很多中小商业银行。通过和世界知名的网络设备厂商合作以及神州新桥多年网络系统开发和实施经验的积累，公司逐步成为以网络技术研发和服务为核心竞争力的解决方案提供商。公司遍布全国二十多个省市的营销网络和合作伙伴保证了公司能够第一时间接触客户，给客户提供高质量的服务，全国性的营销和服务网络是公司开拓大型企业客户的重要竞争优势。

医疗业务可能成为业绩爆发点

医疗领域的 IT 发展未来存在很大空间。我们看好未来医疗领域的发展，主要基于：（1）中小医院和地区医疗机构信息化程度较低，信息化需求有望在未来 2-3 年快速释放；（2）三甲医院的信息化建设进入更新期，需求稳步增长；（3）公共健康信息化等新领域得到各级政府的高度重视，未来发展可能加速。我国医疗行业的 IT 支出进入第二轮高速发展时期，我国的新医改自 2009 年正式启动以来，医疗信息化市场获得了较快增长。据估计，2009 年医疗行业 IT 支出达到 85 亿元人民币，较 2008 年增长 25%。虽然我国的医疗信息化已经具有一定的基础，但是距离医改的要求还有较大的差距，特别是作为建立医院现代化重要标志的医院信息管理系统（HIS）在我国还有很大的发展空间。

东华软件在医疗信息化方面有较强的技术积累，其产品涵盖了业务运营领域、过程管理领域、知识管理领域、决策分析领域四大医疗信息管理领域。2010年9月，工信部组织召开“计算机信息系统集成企业资质管理十周年工作会议暨首届中国信息技术服务高峰论坛”，东华软件的“东华数字化医疗信息系统”被评为“计算机信息系统集成典型解决方案”。在100个获奖方案中，“东华数字化医疗信息系统”是唯一一个面向各类医院的解决方案。体现了东华软件在医疗信息建设领域的优势地位。此外，在社区医疗机构和区域医疗信息化建设方面东华软件也有很多成功的案例积累。

2010年医疗信息市场进入爆发阶段。今年以来，公司相继中标多家医院HIS系统建设项目，如：南通大学附属医学院“数字化医院应用软件”项目、上海东方医院“创三甲医院信息化改造”项目、徐州市中医院“数字医院信息管理系统”项目、江苏扬中市人民医院数字化医院建设项目和中山大学附属第三医院数字化医院平台系统建设项目。公司为多家大型三甲医院建设了HIS系统，具有很强的地区示范效应。未来我们看好公司的HIS、电子病历、远程医疗、PACS及农村医疗信息化这几个方面业务的进一步发展。

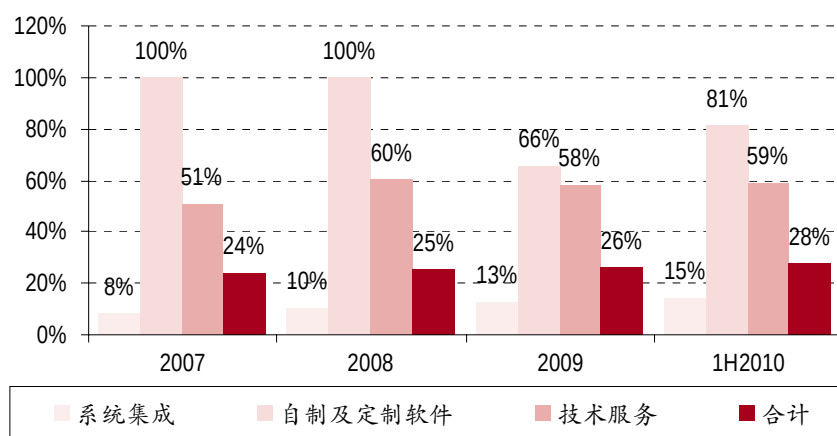
盈利能力不断增强

毛利率上升

东华软件自上市以来就开始了从系统集成商向综合性的应用软件和服务提供商转型的努力，已经取得了很大的成就。自主开发软件产品的研发和销售是软件公司的核心竞争力所在。近3年来公司大力加强自主软件产品的研发工作，开发了一批具有先进水平的软件产品，例如公司自主研发的流量分析软件性能达到了国际先进水平。目前公司已经拥有200多个软件著作权，产品涵盖了金融、医疗、气象和公共服务、制造业等多个行业，东华软件的人力资源管理、商业智能化软件、OA软件等产品在行业内都占据了一定的市场份额。

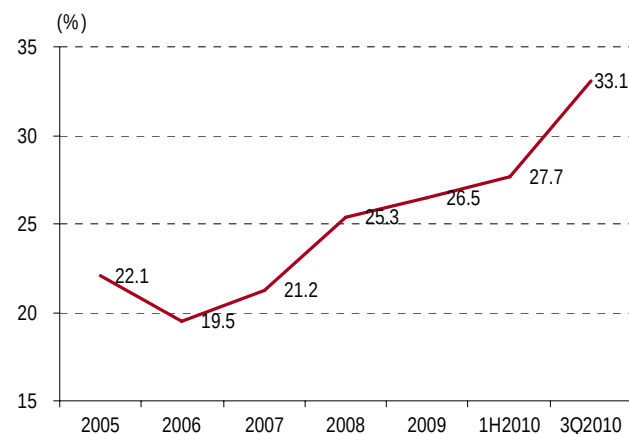
东华软件综合毛利率近三年呈现持续上升的趋势，处于行业内较高的位置。主要原因是公司的自制及定制软件收入在总收入中占比不断提升，而软件产品具有高毛利率的特点，从而带动公司的整体毛利率水平不断上升。公司2010年三季度显示，2010年1-3季度公司毛利率达到了33.1%，远高于同行。

图表 19. 分业务毛利率情况



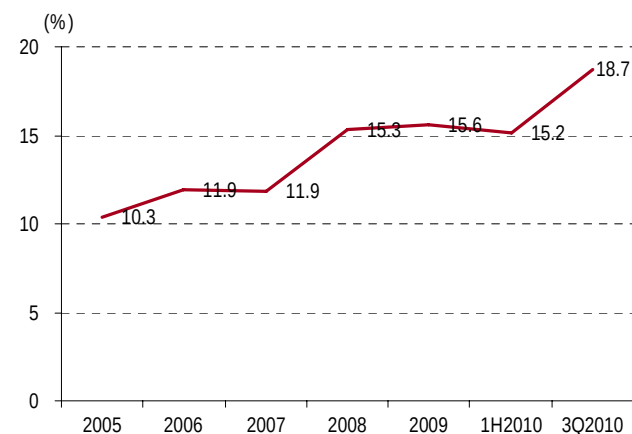
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 20. 公司毛利不断提升



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 21. 公司净利率不断提升



资料来源：公司数据，中银国际研究部

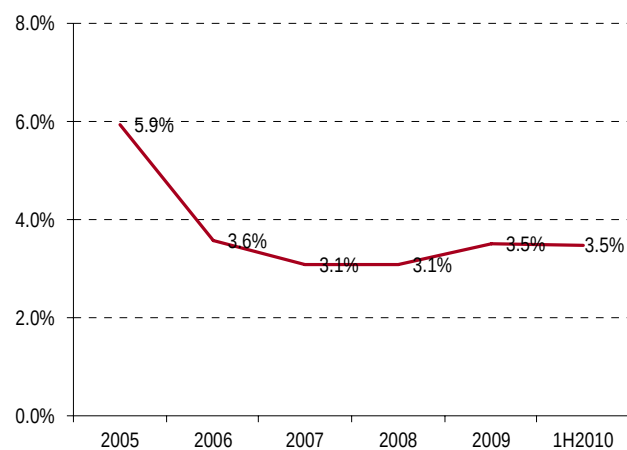
费用率较低

成本优势是公司的重要竞争法宝。公司是民营企业，管理层级相对较少，有效的提高了管理效率。薪酬体系和激励机制比较完善，核心销售和技术人员待遇较高，而普通实施人员待遇处于行业中游的位置。公司 2006 年上市之后推出了首批股权激励计划已经结束，正在积极筹备推出新的股权激励计划草案。公司实行的梯度较大的薪酬制度比较适合国内市场的现实状况。在激烈竞争的系统集成行业里，行业的平均净利润率在 6% 左右，公司长期以来净利率高于 10%，保证了公司长久的竞争力。

公司的实施开发能力比较出色。公司是国内最早引入软件工程方法的系统集成商之一，同时通过采取“费用与所创造收入保持一定比例关系”、“奖励与所创造利润相挂钩”等方法，严格控制项目成本和费用，项目预算控制能力较强。公司在行业内有多年的经验和项目积累，锻炼出了经验丰富的技术研发和工程施工团队，公司承接项目的按时竣工率较高。公司同国内多所高校和研究所保持良好关系，通过项目外包，吸收实习学生等方式降低成本。在这些措施的基础上，公司参与客户招标的过程中可以相应降低报价，从价格上在众多竞争对手中胜出。

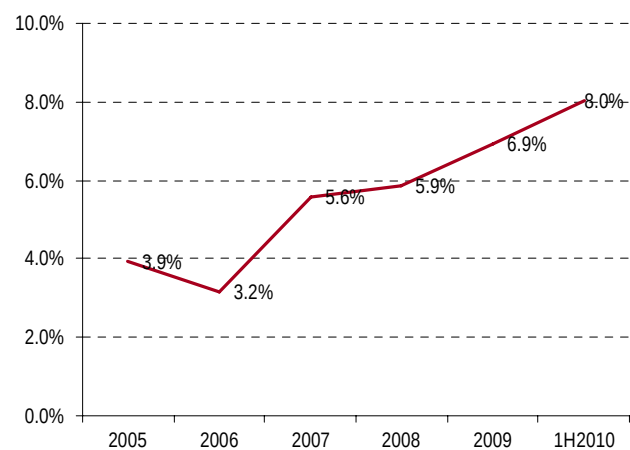
公司近年来的管理费用呈现上升趋势主要是由于：（1）随着公司规模不断扩大，对中高级管理人员的需求不断增加；（2）软件研发需要一定的投入，相关开发人员的费用有所增长；（3）兼并收购带来的成本增加。预计未来随着公司继续向高端软件服务业务转型，管理费用还会有所上升。

图表 22.销售费用率保持稳定



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 23.管理费用率逐步上升



资料来源：公司数据，中银国际研究部

外延式扩张是公司基本策略

并购是公司实现增长的重要手段

长期以来公司非常重视利用其市场优势和资金优势开展行业内的整合，实现外延式增长。通过不断收购公司补充公司产品线，快速扩大业务范围和客户基础是公司的基本战略。公司拥有丰富的收购经验。从2008年至今，公司相继收购了联银通、厚盾科技和神州新桥，入股了东方通科技，加强了公司在银行应用软件开发、全面预算管理、中间件和金融行业网络集成等业务上的实力，不仅弥补了公司在相关领域产品技术上的缺失，还获取了被收购公司长期积累的客户关系。未来东方通科技可能在创业板上市，如果上市成功将给公司带来可观的收益。

IT应用系统集成和开发行业的行业特性决定了单纯依靠母公司内生性业务发展很难实现高速增长，而且公司在到达一定规模之后由于管理链条较长而容易出现规模不经济，因此并购是行业内领先企业最好的快速做大做强的方式，国内外IT公司的发展都是如此。未来并购依然是公司的主要扩张途径，通过并购公司有望开拓新的市场领域（如海外市场）和进入新的行业领域。

历史证明公司能够做好并购后的整合

公司在并购方面采取非常灵活的策略，不断通过吸收中小企业团队的形式来获取新的市场空间或产品技术。这些团队带来的新的产品和技术可以通过东华软件的系统平台和客户网络扩大应用范围。同时被吸收的小型团队还可以在保留自己原有客户的基础上向原有的客户销售东华软件的其他应用产品，协同效应显著。从历史上一系列成功的收购项目来看，公司在并购之后的整合方面做的比较出色，采取循序渐进的方式来完成产品和平台的融合，给予被并购公司足够的自主权的做法使得大型收购之后遇到的整合阻力较小。2007年8月公司以发行股票的方式收购了联银通科技，当年被收购公司就实现了净利润人民币3,000万元。

图表 24. 公司 3 年来主要并购项目

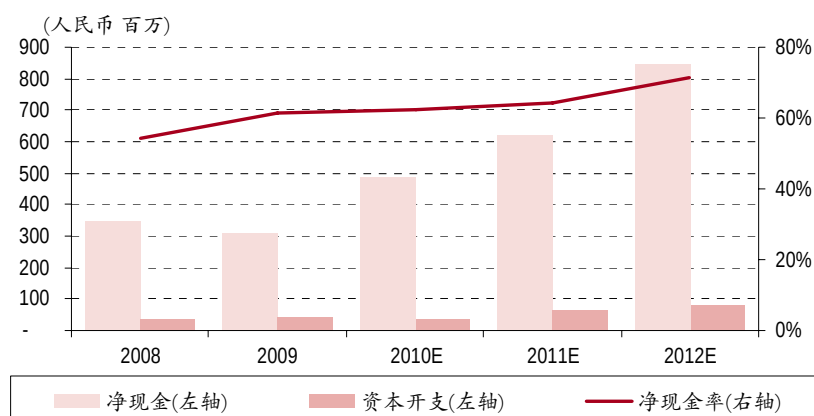
时间	收购对象	交易详情	股权
2010 年 7 月	东华易时	由公司与全资子公司北京东华合创科技有限公司共同出资 2,000 万元设立，主要研究开发电信运营商的业务系统、网络系统、决策支持系统，特别是三网融合需要的各类软件。项目团队为收购获得。	100%
2009 年 12 月	神州新桥	从事金融业网络系统集成业务，主要客户有工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、中国电信等。收购代价是东华软件以每股 19.73 元的价格定向发行不超过 1,630 万股股票，总额为 3.24 亿元。	100%
2009 年 10 月	厚盾科技	国内最早专注于全面预算管理领域的专业开发商，在国内厂商中排第二。股权转让价格为 600 万元。	100%
2009 年 10 月	东方通	东方通科技是国内中间件领域的第一品牌，在我国中间件市场占有率达到 22%，仅次于 IBM 和 Oracle。获得核高基专项支持。东华软件出资 2,860 万元，认购东方通 11.5% 的股权。	11.50%
2008 年 2 月	联银通	国内主要 ATM 服务商之一，主流业务涉及金融综合业务网络建设、网络增值应用与安全、金融自助设备系统集成、综合业务系统集成项目、大型计算机和高端服务器设备、高科技银行机具的配套应用、金融应用软件研发等诸多领域。东华软件以定向发行 1264 万股人民币普通股为支付对价，联银通科技 100% 股权，交易总作价 2.89 亿元。	100%

资料来源：公司资料，中银国际研究部

财务状况

公司财务状况良好。公司是软件企业，属于轻资产行业，固定资产开支较少。我们预计公司 2010-12 年的资本支出分别为人民币 0.4 亿、0.64 亿和 0.8 亿元。公司现金流较为稳定，2007-09 年经营现金流量分别为-0.13 亿元、1.66 亿元和 0.68 亿元。公司传统的系统集成业务对营运资金的占用率较高，随着公司系统集成业务在总收入中比重逐渐降低，软件业务比重提高，公司盈利能力得到增强的同时现金流状况将进一步优化。东华软件是北京市和中关村重点支持的软件企业，融资渠道通畅，同时公司良好的现金流状况也足以支持未来的运营和投资的需要。

图表 25.净现金及资本开支



资料来源：公司数据，中银国际研究部

风险

宏观经济风险

公司主要客户来自电信、金融、能源等行业，具有资金雄厚，信息化建设投入力度大等特点。但是这些行业本身同宏观经济走势紧密相关，其行业景气程度受到国家政策变动等因素的影响较大。未来如果宏观经济环境或者国家财政和货币政策发生波动，客户有可能减少其对信息化建设的投入预算，从而对公司的业务带来负面的影响。

IT 行业竞争加剧的风险

国内 IT 市场竞争激烈。我国信息服务行业产业链是由客户、国际厂商、产品代理商、独立软件开发商和系统集成商构成。近些年来，随着技术进步和客户业务的发展，企业级信息化的需求从简单的软硬件采购逐步转向综合解决方案和服务上来。一方面，本土软件厂商的实力不断增强，开发出自主研发的软件和系统产品在各个行业中获得大规模应用。另一方面，国际厂商利用其技术优势也从较高的起点占据了市场份额的一大部分。一些原来仅仅从事产品代理的代理商也逐渐建立起自己的开发团队为客户提供服务和解决方案。市场面临着利润空间缩小，行业竞争加剧的风险。

人力资源风险

公司近年来发展速度较快，市场规模不断扩大的同时带来的人才缺口不容忽视。公司面临吸引、保留和发展核心技术人员、销售人员和管理人员的风险。目前 IT 行业劳动力成本上升较快，公司同样也面临员工工资上涨的压力，如果不能够将这种成本上升的压力向下游传导，将会损害公司的盈利能力。

附录、公司简介及股权结构

东华软件股份公司（原北京东华合创数码科技股份有限公司于2009年5月更名）成立于2001年1月，是深圳证券交易所的上市公司。公司以应用软件开发、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、软件单项资质和安防工程企业资质。公司目前拥有近200项自主知识产权的软件产品，主要产品和应用技术处于国内领先地位。

东华软件自成立以来，已为数百个用户提供了优秀的信息系统解决方案，涵盖多种应用与技术平台，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，成功完成了山东钢铁集团、国家电网公司、中国网通山东通信公司、山西移动通信公司、中石油股份公司、最高人民检察院、江苏中烟工业公司、中国国际航空公司、海关总署、北京友谊医院、中华联合财产保险公司等客户的应用软件开发和计算机信息系统集成项目。

公司目前拥有9个子公司、3个分公司和6个地区办事处，网络覆盖了全国绝大多数省份。公司是国内国际数十家知名IT企业的增值代理商。公司代理的硬件产品有：华三、思科、北电等品牌的网络产品，IBM、Sun和惠普等公司的服务器产品，戴尔、惠普、联想、方正等电脑品牌。软件方面公司主要代理：微软、甲骨文、莲花、赛门铁克和安氏中国等国际知名软件厂商的产品。

公司主营业务构成：

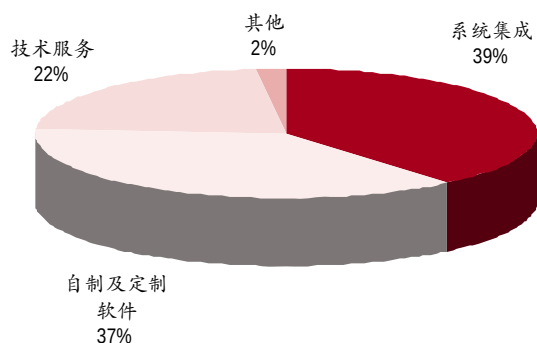
目前公司主营业务为：IT系统集成、软件产品销售服务和IT技术增值服务。

IT系统集成业务是公司最主要的业务，在公司主营业务收入中的比重最大，但是毛利率较低。

软件产品销售和服务是公司上升速度较快的业务，占收入比重目前较低，但是毛利率很高，增长速度较快。

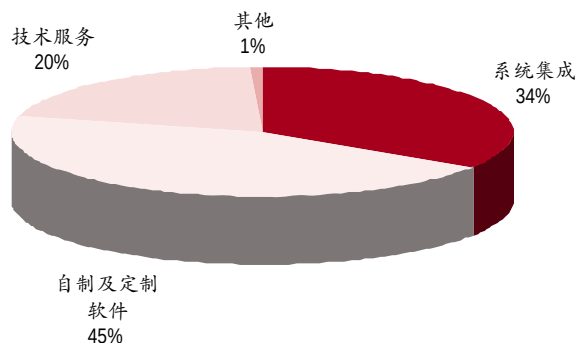
IT 服务业务是公司的重要业务之一，主要为客户提供系统和软件产品的后续服务，例如：技术支持和技术培训等。毛利率相对较高。

图表 26. 东华软件 2009 年收入结构



资料来源：公司数据，中银国际研究部

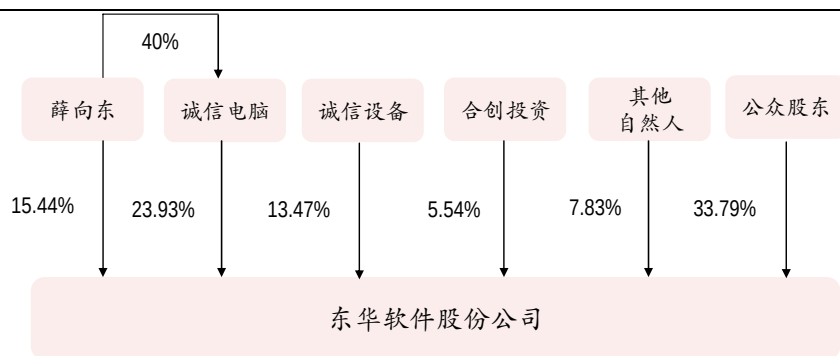
图表 27. 东华软件 2009 年毛利构成



资料来源：公司数据，中银国际研究部

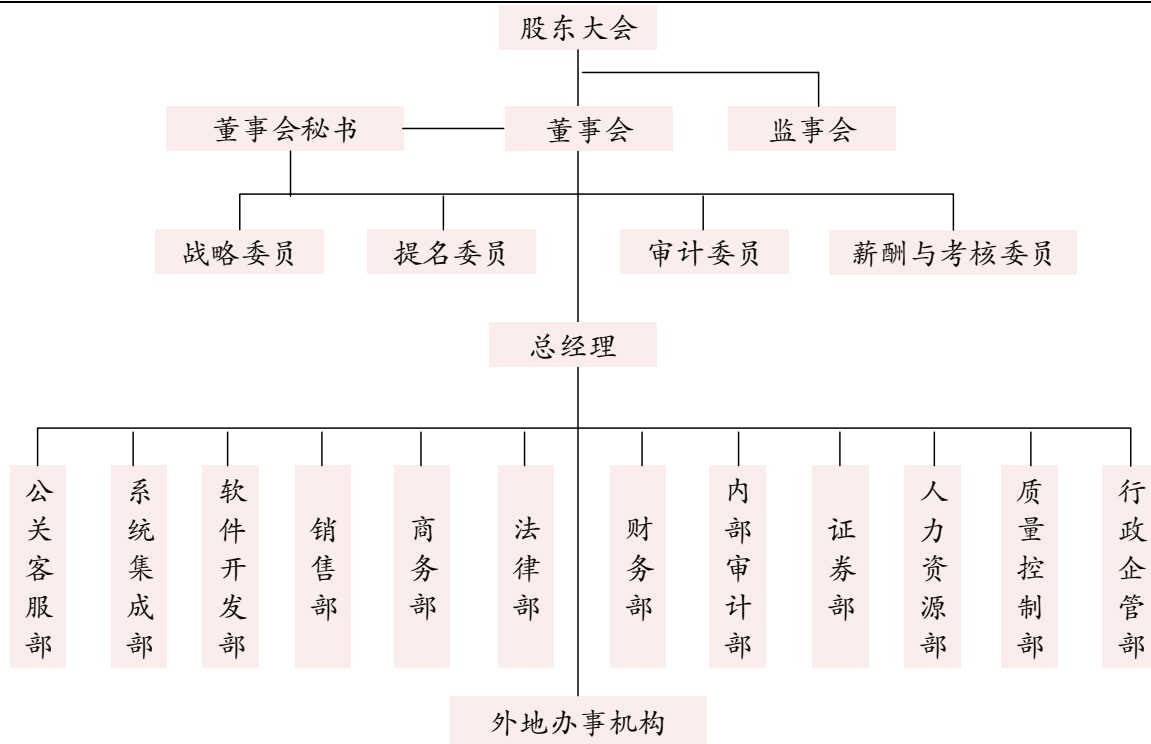
公司实际控制人是薛向东先生及其家族成员。其中，薛向东先生除通过诚信电脑持有本公司股权外，还直接持有公司 15.44% 的股份。薛向东先生长期从事行业应用软件开发及计算机信息系统集成工作，于 2004 年 10 月被中华全国工商业联合会、中国民营科技实业家协会评为“中国优秀民营科技企业家”，于 2006 年 4 月被中国电子信息产业发展研究院、中国软件行业协会评为第五届“中国软件企业十大领军人物”，最近 5 年薛向东先生一直担任东华软件的董事长。

图表 28. 公司股权结构图



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 29. 公司组织结构图



资料来源：公司数据，中银国际研究部

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,159	1,549	1,956	2,448	3,017
销售成本	(876)	(1,152)	(1,398)	(1,681)	(2,008)
经营费用	(92)	(152)	(215)	(289)	(357)
息税折旧前利润	191	245	343	478	652
折旧与摊销	(16)	(21)	(26)	(33)	(41)
经营利润	175	224	316	445	611
净利息收入/(费用)	(2)	(2)	4	6	9
其他收益/(损失)	16	33	28	27	24
税前利润	189	254	348	477	644
所得税	(11)	(13)	(21)	(29)	(39)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	178	241	327	449	605
核心净利润	178	241	327	449	605
每股收益(人民币)	0.417	0.566	0.769	1.053	1.421
核心每股收益(人民币)	0.417	0.566	0.769	1.053	1.421
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.154	0.211	0.284
收入增长(%)	n.a.	34	26	25	23
息税前利润增长(%)	n.a.	28	41	41	37
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	29	40	39	37
每股收益增长(%)	n.a.	36	36	37	35
核心每股收益增长(%)	n.a.	36	36	37	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	417	412	486	627	851
应收帐款	350	334	452	615	819
库存	592	665	799	1,010	1,246
其他流动资产	89	94	145	168	202
流动资产总计	1,447	1,505	1,882	2,421	3,117
固定资产	132	158	172	203	242
无形资产	258	286	286	286	286
其他长期资产	29	28	28	28	28
长期资产总计	419	472	485	517	555
总资产	1,866	1,977	2,368	2,937	3,672
应付帐款	124	140	167	206	254
短期债务	70	100	0	0	0
其他流动负债	582	440	620	768	938
流动负债总计	776	681	787	973	1,193
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	0	0	0	0
股本	284	426	426	426	426
储备	799	870	1,155	1,538	2,053
股东权益	1,083	1,296	1,581	1,964	2,479
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,866	1,977	2,368	2,937	3,672
每股帐面价值(人民币)	3.81	3.04	3.71	4.61	5.82
每股有形资产(人民币)	2.91	2.37	3.04	3.94	5.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.22)	(0.73)	(1.14)	(1.47)	(2.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	189	254	348	477	644
折旧与摊销	16	21	26	33	41
净利息费用	5	4	(4)	(6)	(9)
运营资本变动	(36)	(204)	(97)	(211)	(253)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(8)	(8)	(17)	(23)	(29)
经营活动产生的现金流	166	68	257	270	394
购买固定资产净值	(32)	(39)	(40)	(64)	(80)
投资减少/增加	22	2	0	0	0
其他投资现金流	(10)	(34)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(20)	(70)	(40)	(64)	(80)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	30	(100)	0	0
支付股息	(33)	(33)	(43)	(65)	(90)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(33)	(3)	(143)	(65)	(90)
现金变动	112	(5)	74	141	224
期初现金	304	417	412	486	627
公司自由现金流	146	(2)	217	206	314
权益自由现金流	146	28	117	206	314

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.5	15.8	17.5	19.5	21.6
息税前利润率(%)	15.1	14.4	16.2	18.2	20.2
税前利润率(%)	16.3	16.4	17.8	19.5	21.3
净利率(%)	15.3	15.6	16.7	18.3	20.1
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.2	2.4	2.5	2.6
利息覆盖率(倍)	35.3	52.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.4	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	67.0	49.4	36.4	26.5	19.7
核心业务市盈率(倍)	67.0	49.4	36.4	26.5	19.7
目标价对应核心业务	91.1	67.2	49.4	36.1	26.7
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.3	9.2	7.5	6.1	4.8
价格/现金流(倍)	71.9	174.4	46.4	44.0	30.2
企业价值/息税折旧前	39.8	47.3	33.3	23.6	17.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	246.5	199.1	191.2	196.5	205.1
应收帐款周转天数	110.2	78.7	73.4	79.6	86.7
应付帐款周转天数	39.0	33.1	28.7	27.8	27.8
回报率					
股息支付率(%)	16.0	17.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.4	18.6	22.8	25.3	27.2
资产收益率(%)	8.8	10.7	13.7	15.8	17.4
已运用资本收益率(%)	15.4	16.2	21.5	25.4	27.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

太极股份 (002368.SZ/人民币 44.53, 未有评级)

宝信软件 (600845.SS/人民币 29.30, 未有评级)

华胜天成 (600410.SS/人民币 20.91, 未有评级)

信雅达 (600571.SS/人民币 12.44, 未有评级)

东软集团 (600718.SS/人民币 17.88, 未有评级)

中国软件 (600536.SS/人民币 23.71, 未有评级)

新世纪 (002280.SZ/人民币 25.86, 未有评级)

浙大网新 (600797.SS/人民币 7.27, 未有评级)

以2010年11月3日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 2 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371