

东华软件(002065)调研报告

内生、外延增长并进

信息技术/软件

推荐

维持评级

发布时间: 2010 年 12 月 22 日

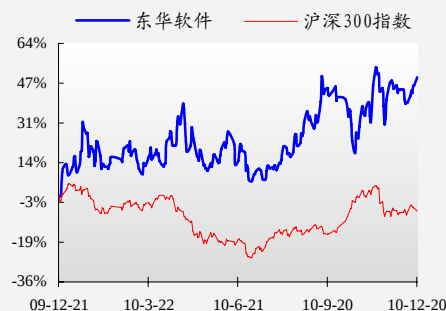
投资要点:

- 公司坚持重点发展信息化改造投入集中的金融、电信、电力、政府等领域,积累了大量核心客户和行业经验。通过收购神舟新桥、联银通,公司逐步完善了金融业的布局。医疗卫生和工程机械等景气度上升的热点行业也将是公司未来重点发展的领域。
- 有效的成本控制保证公司利润持续增长。通过不断进行战略转型,提高软件服务业务收入比例,公司毛利率持续增长;通过与 IBM 等一流硬件提供商建立长期稳定合作关系,公司有效控制了硬件成本;通过组织架构搭配和地区搭配,公司的人力成本增长一直低于业绩增长。
- 公司基本的发展战略是坚持内生增长与外延式增长并进:一方面自我积累争取能达到每年 30% 的利润增长;另一方面通过并购,不断补充扩大公司的竞争优势。除了近年来规模较大的联银通、神舟新桥、厚盾等并购项目,公司也一直在进行小规模并购,吸收许多对公司长期发展有帮助的小企业和小团队。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.81、1.04、1.42 元,相对于当前股价市盈率分别为 39、30、22 倍,给予 11 年 40 倍市盈率,目标价 41.6 元,维持推荐评级。

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(%)
2009	154,894	33.65	24,102	35.64	0.57		55	
2010E	195,010	25.90	34,446	42.11	0.81		39	
2011E	240,803	23.48	44,430	28.40	1.04		30	
2012E	310,230	28.83	60,563	36.54	1.42		22	

走势图



市场数据

2010/12/22

收盘价:	31.25 元
52 周最高价:	34.32 元
52 周最低价:	21.35 元
平均持仓成本:	27.04 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	42,599
流通 A 股(万股):	42,599
每股收益(元):	0.48
每股净资产(元):	3.42
每股经营现金流(元):	-0.43
市净率:	9.14

分析师: 周思立 联系人: 耿云
执业证书编号: S0550207100075
TEL: (8621)6336 7000 - 296
FAX: (8621)6337 3209
Email: gengy@nesc.cn
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编: 200002

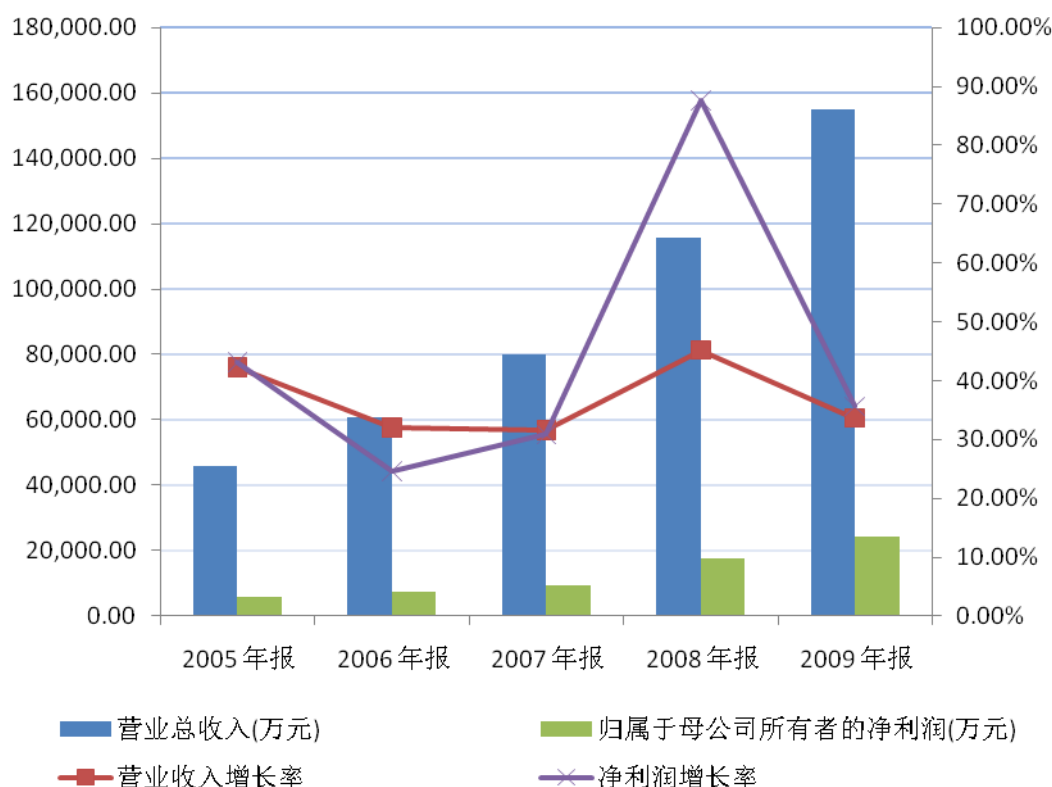
一、 公司简介

东华软件成立于 2001 年，主营业务包括计算机信息系统集成、信息技术服务，以及相关应用软件开发；主要客户遍及电信、电力、金融、政府、医疗等行业。公司拥有信息产业部计算机信息系统集成一级资质、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等，是国内资质最为齐全的系统集成厂商之一，拥有近 200 项自主知识产权的软件产品。

二、 近期财务状况回顾：业绩稳定增长

2010 年前三季度，东华软件实现营业收入 12.59 亿元，同比增长 19.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.05 亿元，同比增长 31.71%；实现基本每股收益 0.48 元，同比增长 29.73%。

图表 1 东华软件历年收入增长

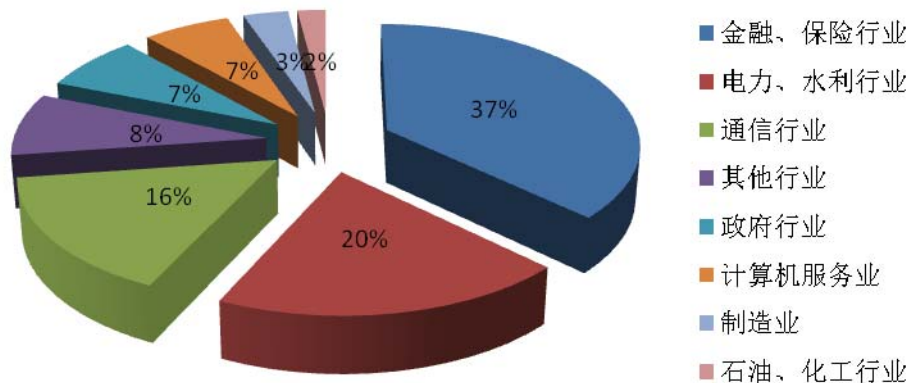


资料来源：公司公告、东北证券

三、 重点发展信息化改造投资集中的领域和景气度上升的热点行业

公司坚持重点发展信息化改造投入集中的金融、电信、电力、政府等领域，积累了大量核心客户和行业经验。通过收购神舟新桥、联银通，公司逐步完善了金融业的布局。医疗卫生和工程机械等景气度上升的热点行业也将是公司未来重点发展的领域。

图表 2 东华软件收入构成



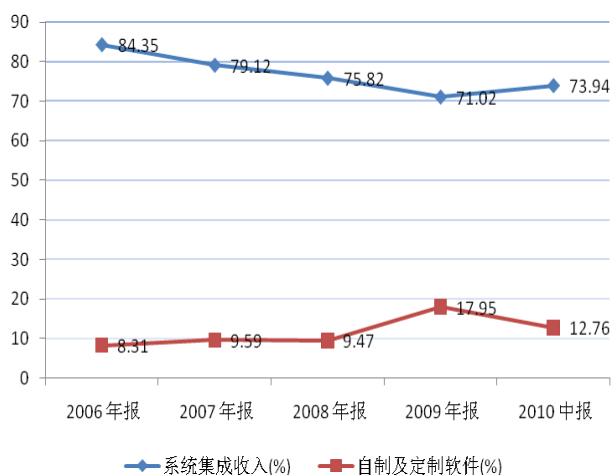
资料来源：公司公告、东北证券

四、有效的成本控制是公司核心优势之一

1. 通过提高“软硬比”不断提高毛利率

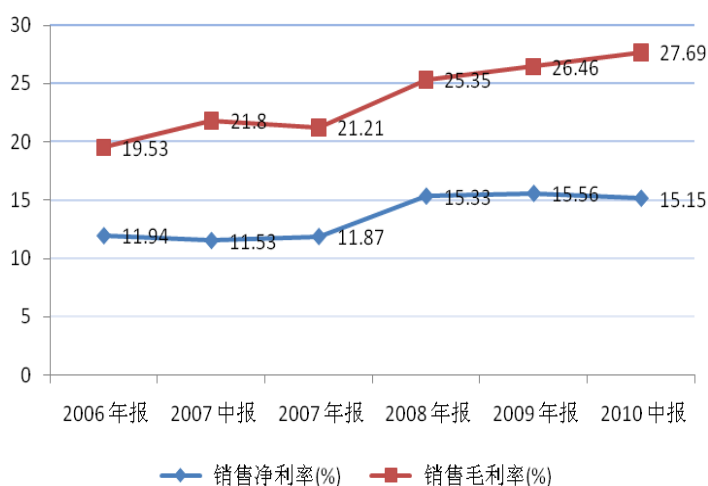
积极向行业解决方案商进行战略转型是公司的重要发展方向，通过不断提高附加值较高的软件及服务业务的占比，公司毛利率不断提升。

图表 3 东华软件系统集成与软件收入占比情况



资料来源：公司公告、东北证券

图表 4 东华软件毛利率与净利率变化趋势



资料来源：公司公告、东北证券

2. 严格控制硬件成本

一方面，公司与 IBM、CISCO 等知名硬件厂商建立了长期稳定地合作关系，公司是 IBM 的顶级合作伙伴，是 IBM 亚洲最大的分销商，可以拿到几乎最低的采购折扣。另一方面，公司坚持严格的限量存货原则，最大限度控制库存成本。

3. 通过合理搭配降低人力成本

软件服务业是典型的轻资产行业，人力成本也是影响公司成本的重要因素。公司主要通过以下三种方式节约人力成本：

坚持人员增幅小于业务增幅的原则。随着员工工作经验的增长和工作能力的提升，30%的员工数量增长将带来超过 30% 的业务规模增长。

通过合理搭配人员结构来节约人力成本。公司在进行项目实施过程中，通常采取“金字塔”形人员组织结构，由少数核心技术人员搭配适量的一般技术人员及实习生来完成项目。这样既节约了公司的人员成本，提高了项目实施效率，也给高校学生带来了大量实习机会，为公司建立了人才储备。目前公司已经与清华大学等高校及一些软件研究机构建立了对口实习和项目外包机制。

利用地区差别降低人员成本。随着公司业务的扩张，公司在山东、黑龙江等省都建立了子公司，并在当地组织研究队伍。一方面大大降低了研发成本和维护成本，另一方面也为当地就业做出贡献，便于公司在当地的业务拓展。

五、 坚持内生与外延增长并进

公司基本的发展战略是坚持内生增长与外延式增长并进：一方面自我积累争取能达到每年 30% 的利润增长；另一方面通过并购，不断补充扩大公司的竞争优势。除了近年来规模较大的联银通、神舟新桥、厚盾等并购项目，公司也一直在进行小规模并购、吸收许多对公司长期发展有帮助的小企业和小团队。行业内许多优秀中小企业在特定领域资源丰富，却面临资金瓶颈，公司进行收购之后，可以最大限度地利用其业务资源，带来超额收益。

公司选择收购标的主要从以下几方面考虑：

寻找业务或者服务方面能与公司现有业务产生协同性的公司。

能完善公司产品线。比如公司通过 2007 年对联银通的收购，完善了公司的思科产品线。

能完善公司的客户群体。公司在金融领域业务主要客户集中在城商行，神舟新桥与工商银行具有较好的合作关系，通过收购，公司成功将客户群体拓展到国有大银行。

六、 盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.81、1.04、1.42 元，相对于当前股价市盈率分别为 39、30、22 倍，给予 2011 年 40 倍市盈率，目标价 41.60 元，维持推荐评级。

盈利预测表

	2009 年报	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	154,893.68	195,010.43	240,803.06	310,230.74
系统集成收入(万元)	110,006.81	132,008.17	151,809.40	182,171.28
自制及定制软件(万元)	27,800.10	47,260.17	70,890.26	106,335.38
技术服务收入(万元)	14,310.99	15,742.09	18,103.40	21,724.08
其他业务收入 (万元)	2,775.78			
营业收入增长率	33.65%	25.90%	23.48%	28.83%
系统集成收入年化增长率	25.19%	20%	15%	20%
自制及定制软件年化增长率	152.72%	70%	50%	50%
技术服务收入年化增长率	2.88%	10%	15%	20%
营业成本	113,912.87	134,474.18	156,063.11	187,275.73
系统集成收入(万元)	95,946.58	113,527.03	130,556.08	156,667.30
自制及定制软件(万元)	9,518.05	14,178.05	17,722.56	21,267.08
技术服务收入(万元)	6,042.10	6,769.10	7,784.46	9,341.36
其他业务收入 (万元)	2,406.15			
毛利率				
系统集成收入	12.78%	14%	14%	14%
自制及定制软件	65.76%	70%	75%	80%
技术服务收入	57.78%	57%	57%	57%
营业税金及附加/营业收入	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
销售费率	3.51%	4%	6%	8%
管理费率	6.95%	8%	9%	10%
财务费率	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
资产减值损失/营业收入	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
营业税金及附加 (万元)	1,301.41	1,638.09	2,022.75	2,605.94
销售费用 (万元)	5,431.18	7,800.42	14,448.18	24,818.46
管理费用 (万元)	10,759.84	15,600.83	21,672.27	31,023.07
财务费用 (万元)	283.21	351.02	433.45	558.42
资产减值损失 (万元)	561.74	702.04	866.89	1,116.83
营业利润 (万元)	22,643.44	34,443.86	45,296.41	62,832.29
营业外收入 (万元)	2,784.68	3000	3000	3000
营业外支出 (万元)	1.78	3	3	3
利润总额 (万元)	25,426.34	37,440.86	48,293.41	65,829.29
所得税 (万元)	1,324.35	2,995.27	3,863.47	5,266.34
净利润 (万元)	24,101.99	34,445.59	44,429.93	60,562.95
EPS (元)	0.57	0.81	1.04	1.42

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。