

东软集团（600718）：业绩低于预期，历经业务结构调整之痛

增持（维持）

软件及服务

当前股价：12.34 元

报告日期：2011 年 4 月 28 日

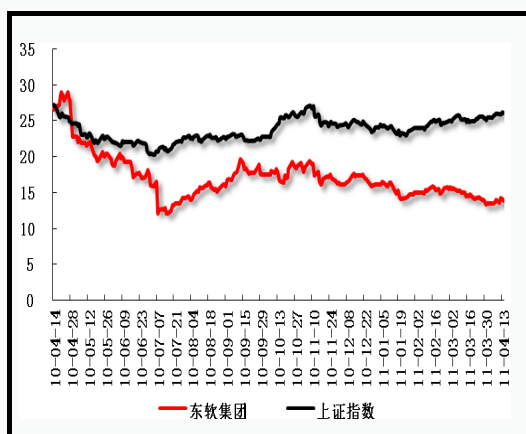
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,938	5,816	6,821	7,806
(+/-)	18.52%	17.80%	17.27%	14.45%
营业利润	407	484	705	933
(+/-)	-39.43%	18.92%	45.66%	32.34%
归属于母公司的净利润	507	528	718	924
(+/-)	10.27%	9.07%	10.53%	11.84%
每股收益（元）	0.39	0.41	0.56	0.72
市盈率（倍）	32	30	22	17

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	122,759/32,730
流通市值（亿元）	40.39
每股净资产（元）	3.51
资产负债率（%）	37.60

股价表现（最近一年）



证券分析师：宋彬

执业证书编号：A0140511010019

010-66045586 songb@txsec.com

联系人：高俊

021-58824282-815 gaoj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

● 2010 年，公司实现营业收入 49.38 亿元，同比增长 18.53%；营业利润 4.07 亿元，同比下降 39.43%；归属母公司所有者净利润 4.85 亿元，同比下降 24.33%。基本每股收益为 0.39 元。利润分配预案：暂不分配与转增。

● 2011 年一季度，公司实现营业收入 10.38 亿元，同比增长 19.17%；营业利润 1,912 万元，同比下降 30.95%；归属母公司所有者净利润 2,928 万元，同比下降 12.57%。基本每股收益为 0.02 元。

● **业务重心调整、人力成本上升吞噬利润。**后金融危机时代，公司逐步下调系统集成与对日业务的依赖度，医疗业务和欧美外包将成长为公司未来业绩支撑。2010 年，公司传统软件与系统集成业务收入 38.77 亿元，同比增长 13.13%，毛利率 29.74%，同比下滑 3.9 个百分点。其中，国际外包业务实现快速增长，收入 25,171 万美元，同比增长 24.9%。其中来自日本市场的收入占比继续下滑，而通过并购，在欧洲汽车电子市场颇有斩获，收获 Harman、高通等高端客户。我们认为公司国际外包业务仍将保持快速增长，尤其是欧洲新并购的汽车电子与智能手机业务将渡过管理融合期而进入收获期。另一方面，报告期毛利率下滑是由于欧洲业务多为离岸业务，高运维成本带低了外包业务整体毛利率，随着欧美市场收入占比提高，毛利率将进一步下滑。

医疗系统业务实现收入 7.94 亿元，同比增长 25.3%，毛利率 37.66%。其中，医疗设备出口收入 2,603 万美元，同比增长 38%，主要得益于 CT 机出口的高速增长。2011 年，我们判断公司医疗设备出口仍将保持旺盛，而国内业务将得益于新医改中县级医院等基层医院对 CT 设备的需求有望得到释放。此外，并购望海康信让公司有望介入医院 ERP 这一新领域，而与原有 HIS 系统等医疗信息化业务形成协同效应。而望海康信在北京、上海成都等地拥有 300 多家大中型医院、社区机构等优质客户，将为公司医疗产业链内业务增长奠定基础。

● **未来聚焦点。**1) 欧美外包将完成从分包商向总包商角色转变。公司在嵌入式软件外包拥有十多年实践经验，且客户多为 SONY、东芝等高端客户，此次借助东欧欧洲并购芬兰 SESCO、Harman 位于汉堡研发中心而分别介入智能手机软件与汽车嵌入式软件、导航软件。平台优势和实践经验有助于公司完成分包到总包商角色转换，将增强与发包方谈判话语权，改变外包业务毛利率下滑现状。

2) 熙康、望海康信等新业务如何与原有医疗信息化加强协同效应? 公司投资1.1亿元并购望海康信除了能获得其旗下近300多家大中型医院与社区机构能优质客户外,更是希望能借助望海介入国内医院ERP系统,该系统被卫生部列为全国推广的管理系统,被多家大型三甲医院使用。收购完成后与公司现有熙康健康服务品牌、医疗设备和HIS、PACS系统等构成坚实的医疗产业链,各自都为产业链上下游相互呼应。此外,公司近期将参股以色列Aerotel医疗系统公司,其主营业务是为患者提供远程医疗诊断和保健解决方案,该并购的实施将进一步夯实公司在该领域优势。3) 如何转移由本土人力成本上升与欧美新并购企业文化冲突所带来管理成本。2010年,员工薪酬支出3.65亿元,同比增长55.32%,其中员工数量增加10.14%,主要还是由于员工成本上升造成。公司将继续并加快实施产业基地向中西部迁移和欧美分公司管理层本地化来转移上述压力。

- **盈利预测与投资评级。**预计公司2011-2013年的每股收益分别为0.41元、0.56元、0.72元,按4月28日的收盘价12.34元测算,对应的动态市盈率分别为30倍、22倍和17倍,我们看好公司在医疗信息化领域的拓展和欧美外包市场的高速成长,继续维持公司“增持”的投资评级。

- **风险提示:** 1) 日本地震对公司对日业务冲击; 2) 汇率波动对公司汇兑收益和毛利率的影响

图表 1: 2011-2013 年东软集团 (600718) 盈利预测 (单位: 万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	3,711	4,166	4,938	5,816	6,821	7,806
同比增长		12.25%	18.52%	17.80%	17.27%	14.45%
软件与系统集成	2,933	3,427	3,877	4,594	5,444	6,288
其中: 国际外包业务	1,229	1,360	1,699	2,395	3,188	4,004
医疗业务	671	633	794	929	1,064	1,184
其中: 医疗器械出口	120	132	172	208	259	325
物业服务、租金及其他	100	98	259	285	304	324
广告	6	8	8	8	9	10
减: 营业成本	2,355	2,712	3,384	4,041	4,655	5,214
综合毛利率	36.54%	34.90%	31.47%	30.53%	31.75%	33.21%
营业税金及附加	45	54	81	91	110	113
资产减值损失	25	13	5	6	5	9
减: 期间费用	809	837	1,105	1,270	1,422	1,634
期间费用率	21.80%	20.09%	22.39%	21.83%	20.84%	20.93%
其中: 销售费用	287	285	392	441	497	553
管理费用	517	535	714	827	917	1,071
财务费用	5	18	0	1	8	10
加: 公允价值变动净收益	-9	9	-1	0	0	0
投资净收益	35	112	46	74	76	96
二、营业利润	503	672	407	484	705	933
营业利润率	13.54%	16.12%	8.25%	8.32%	10.34%	11.95%
加: 营业外收支净额	35	56	153	115	109	116
三、利润总额	537	728	560	600	816	1,050
减: 所得税	65	77	53	72	98	126
实际所得税率	12.07%	10.54%	9.43%	12.00%	12.00%	12.00%
四、净利润	472	651	507	528	718	924
归属于母公司所有者净利润	491	641	485	504	689	888
净利润率	13.22%	15.38%	9.82%	8.66%	10.10%	11.37%
少数股东损益	-18	10	43	24	30	37
每股收益 (元/股)	0.40	0.52	0.39	0.41	0.56	0.72

数据来源: 天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格 (业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518041