

东华软件 (002065)

低市盈率 有力增长

投资要点:

1. 事件

我们对东华软件 (002065) 保持持续跟踪, 目前股价 1 年半未上涨且随市场低迷。

2. 我们的分析与判断

公司是国内系统集成行业最优秀的企业之一。在被许多 IT 业者视作过度竞争的系统集成行业, 东华软件从 2005-2010 年的销售净利润率从 12.7% 提高到 17.3%, 营业收入增长速度保持在 30% 以上。系统集成行业增长率一直低于 15%, 东华软件无疑远远超越了行业增长。部分投资者对于公司的高成长既有欣慰, 又对未来成长抱有疑虑。我们预测公司 2011 年盈利增长 46% (包含 2011 年 2 月完成并购的神州新桥), 未来 2-3 年仍将处于 20% 以上较高成长之中。

优秀竞争力就是预测成长的最好理由。平均而言, 系统集成行业的销售净利润率低于 5%, 有时甚至可能低于 3%, 但是东华软件能够长时期实现 10% 以上的销售净利润率, 盈利能力远高于行业平均水平, 这样的企业几乎肯定将获得发展, 相反那些利润率低的企业扩展市场的能力不可持续。即使出现较为极端的情况, 比如系统集成行业零增长, 公司也能够通过扩展市场份额实现增长。

公司业务覆盖了非常宽的行业领域, 市场空间宽阔, 目前公司尚不会遇到市场规模的天花板。公司覆盖的行业领域大多属于财力雄厚的行业, 包括电力、水利、交通、石化、通信、政府、金融、医疗、制造业等, IT 需求具有很好的持续性。

医疗信息化是国内近期和未来几年里增长最快的信息化领域之一。东华软件在这一市场具有特殊优势, 全国三甲医院有一半是东华软件的客户。在医疗信息化领域, 东华已不仅是扮演系统集成商角色, 而是包含软件系统的全面解决方案提供商。

并购是公司获得发展的另一种途径。公司的长期政策是通过兼并中小企业和吸收团队来渗透新的市场空间。大多数中小型企业都存在明显缺陷, 有的则同时还具有显著优点, 例如具有技术领先的产品但是没有好的销售团队、销售渠道等, 或者具有特殊销售渠道但缺乏好产品、资金、资质等, 东华软件通过兼并和整合, 使这些中小企业团队利用东华

东华软件 (002065.SZ)

推荐 维持评级

分析师



王家炜

☎: (8610) 6656 8272
✉ wangjiawei@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511020001



王莉

☎: (8610) 8357 4039
✉ wangli_zb@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511020008

联系人



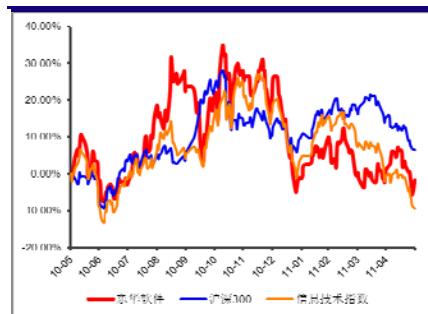
吴砚靖

☎: (8610) 6656 8330
✉ wuyanjing@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.05.30

A 股收盘价(元)	24
总股本 (亿股)	4.42
实际流通 A 股 (亿股)	3.68
总市值 (亿元)	106.08

相对指数表现



资料来源: 中国银河证券研究部

合创的优势平台（品牌、资金、营销网络、项目资质、产品丰富、实施成本低），开拓业务的能力获得巨大提升，同时公司的机制也能很好地管理和吸收这些团队。公司分别于 2007 年 8 月和 2009 年 12 月以发行股票方式收购 2 家较大企业联银通和神州新桥（2011 年 2 月完成）。

东华合创具有适合国内市场的营销管理体系和技术实施管理体系，这是公司相对于其他众多竞争对手的重要优势所在。作为民营企业，公司的核心优势是实施系统集成能力非常强，管理细致，技术规范。体现为实施成本低，成本优势显著，而且实施质量好，客户对公司的服务满意度比较高，在行业内有很好的口碑。公司的销售体系具有很好的奖励机制，绝少发生高级销售骨干离职情况。

东华软件面临的发展障碍是，（1）管理扩张和人力资源的瓶颈，与生产制造企业不同，通常软件和集成企业很难持续获得 50% 以上的业务增长，主要受制于管理扩张的速度和人力资源制约，东华软件也不会例外；（2）长期中随着公司规模发展，原有的管理模式将不适应于庞大规模，东华软件的管理模式是在销售规模几亿元的时期发展和完善的，如果销售规模 10 倍于过去将可能遇到问题，目前看与这一限制还有距离；（3）资金的限制，由于系统集成行业具有需要垫资、实施周期偏长和回款慢的特点，几乎所有“成长中”的系统集成企业都会出现现金不足，公司经营现金流情况一般。2010 年期末公司账面货币资金为 4.32 亿元，相对于其销售规模已不充裕。

3. 投资建议

我们对公司的业绩预测和估值，并未把可能的大型收购计算进去，因为这很难预测，我们主要考虑公司的内在成长潜力，以及通过少量小型并购实现外延式发展。实行并购策略，是公司重要发展战略之一，过去几年到现在一直在执行。

我们预计 2011 年公司净利润达到 4.6 亿元，同比增长 44.5%，每股收益 1.08 元，预期市盈率 22.3 倍。如果假定 2010 年神州新桥利润合并进来，这样备考的盈利增长率为 30.2%。同时我们预测，2012-2013 年公司盈利增长率当在 20% 以上。公司的业绩成长确定性高，可预测性强，兼具防守性与成长性。

现在公司股价与 2009 年底的价格持平，自那时起 1 年 6 个月时间里，公司股价一直未能有效表现，但是公司盈利增长一直保持在 30% 以上，未来市场将会对其增长的业绩予以反应。

维持投资评级：推荐。

表 1 公司业务分行业收入情况

行业名称	2008	2009	2010					
	营业收入	营业收入	同比增长	毛利率	营业收入	同比增长	毛利率	毛利率变动
通信行业	117.04	130.51	11.51%	30.04%	182.46	39.81%	30.60%	1.87%
电力水利铁路交通行业	220.09	218.77	-0.60%	25.62%	253.16	15.72%	29.92%	16.80%
石油化工行业	47.55	47.06	-1.03%	26.61%	47.19	0.27%	26.39%	-0.83%
政府行业	160.99	160.06	-0.58%	23.94%	186.79	16.70%	26.17%	9.29%
金融保险医保行业	325.13	295.96	-8.97%	22.80%	524.09	77.08%	28.31%	24.19%
计算机服务业	95.45	89.79	-5.93%	23.81%	91.30	1.68%	24.49%	2.86%
制造业	56.04	56.38	0.61%	24.61%	57.65	2.26%	25.57%	3.91%
其他	135.73	118.23	-12.89%	22.71%	124.75	5.51%	24.05%	5.91%
合计	1158.02	1116.76	-3.56%		1467.39	31.40%		

资料来源：公司报告

表 2：东华软件（002065）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	412.0	432.2	1836.9	1814.1	6332.5	营业收入	1548.9	1870.2	2296.1	3023.6	3957.8
应收票据	5.1	30.4	37.3	49.1	64.3	营业成本	1139.1	1313.4	1563.7	2097.5	2754.2
应收账款	254.6	437.9	537.6	708.0	926.7	营业税金及附加	13.0	18.4	22.6	29.8	39.0
预付款项	79.4	106.0	137.5	179.9	235.5	销售费用	54.3	64.8	79.6	104.8	137.2
其他应收款	88.8	113.8	139.7	183.9	240.8	管理费用	107.6	136.9	160.7	211.6	277.0
存货	665.1	788.8	939.1	1259.7	1654.1	财务费用	2.8	0.2	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	5.6	10.0	2.4	0.0	0.0
长期股权投资	38.7	40.7	40.7	40.7	40.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	148.0	140.7	59.0	54.7	49.7	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	9.9	13.8	3.6	2.6	2.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	226.4	326.4	467.0	579.8	750.3
无形资产	6.0	5.6	4.8	4.2	3.6	营业外收支净额	27.8	19.7	24.4	32.3	42.5
长期待摊费用	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4	税前利润	254.3	346.2	491.4	612.1	792.9
资产总计	1976.9	2378.8	3792.2	4352.6	9605.3	减：所得税	13.2	28.8	32.9	41.0	53.1
短期借款	100.0	140.0	1436.0	1408.7	5909.2	净利润	241.0	317.3	458.5	571.1	739.7
应付票据	56.5	150.3	178.9	240.0	315.1	归属于母公司的净利润	241.0	317.3	458.5	571.1	739.7
应付账款	83.8	119.1	139.8	187.5	246.2	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	407.2	334.8	246.0	129.1	-24.0	基本每股收益	0.57	0.74	1.08	1.34	1.74
应付职工薪酬	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	稀释每股收益	0.57	0.74	1.08	1.34	1.74
应交税费	16.9	16.3	16.3	16.3	16.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	9.2	8.0	8.0	8.0	8.0	成长性					
其他流动负债	6.9	17.8	32.2	56.9	88.6	营收增长率	33.7%	20.7%	22.8%	31.7%	30.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	31.5%	43.3%	39.5%	23.5%	29.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	35.6%	31.7%	44.5%	24.6%	29.5%
负债合计	680.8	805.6	2057.5	2046.7	6559.7	盈利性					
股东权益合计	1296.1	1573.2	2031.7	2602.9	3342.6	销售毛利率	26.5%	29.8%	31.9%	30.6%	30.4%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	15.6%	17.0%	20.0%	18.9%	18.7%
净利润	241.0	317.3	458.5	571.1	739.7	ROE	18.6%	20.2%	22.6%	21.9%	22.1%
折旧与摊销	21.5	26.6	7.6	7.7	7.9	ROIC	15.95%	18.01%	12.63%	13.49%	7.57%
经营活动现金流	68.3	27.2	110.1	6.1	19.3	估值倍数					
投资活动现金流	-70.4	-24.2	-1.5	-1.5	-1.5	PE	42.4	32.2	22.3	17.9	13.8
融资活动现金流	-2.7	17.3	1296.0	-27.3	4500.5	P/S	6.6	5.5	4.5	3.4	2.6
现金净变动	-4.8	20.3	1404.6	-22.7	4518.3	P/B	7.9	6.5	5.0	3.9	3.1
期初现金余额	416.8	412.0	432.2	1836.9	1814.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	412.0	432.3	1836.9	1814.1	6332.5	EV/EBITDA	38.7	27.3	20.6	16.7	12.9

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家玮，IT 行业证券分析师，总监。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

王莉，IT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908