

证券研究报告—调研简报

信息技术

软件与服务

东软集团（600718）

谨慎推荐

（维持评级）

2011年6月30日

外包业务稳定增长，熙康业务有望成为 B2C 模式突破口

证券分析师： 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980510120014
联系人： 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项：

近期我们对公司进行了调研，了解公司的经营状况以及公司未来的发展战略规划。

评论：

■ 软件外包业务保持平稳增长

2010 年外包业务收入整体增速较高。公司 2010 年外包业务走出低谷，全年营业收入达到 2.52 亿美元左右，同比增长 25%。主要原因是收购了 Harman 公司，使得欧美地区业务收入达到 3169 万美元，同比增长 752.9%。扣除欧美并购业务后，公司外包业务收入为 2.20 亿美元，同比增长 11.3%。增幅较小的主要原因是公司的主要客户之一阿尔派业务需求还没有恢复到金融危机之前的水平，下降幅度较大。

主流客户质地优良，业务增长稳定。公司此前外包业务收入主要来源于对日外包，主要客户包括阿尔派、东芝、电装等跨国公司。通过东芝、阿尔派，公司已经与丰田、本田以及电装等汽车厂商及汽车零部件厂商有过长期的合作，具有较为深厚的技术基础。通过收购 Harman，公司将业务领域扩展到宝马、奥迪、大众等德系世界顶级汽车厂商的市场。在移动终端外包业务方面，公司与 NOKIA、Sony Ericsson 等手机厂商合作顺利。同时通过开拓北美市场，公司已经初步进入了 MOTO、Intel、高通、OKL 等新客户的软件外包供应商。

紧跟行业趋势，外包业务中汽车电子和移动互联网相关业务有望快速发展。2010 年公司汽车电子业务收入同比增长 50%。在日本市场，公司持续强化与日本东芝、阿尔派的合作。2010 年公司分别争取到了本田、丰田以及电装等公司的业务合同项目。目前东芝在汽车电子软件的需求已经恢复到金融危机之前的水平。由于阿尔派业务需求还没有恢复到金融危机之前的水平，公司预计 2011 年阿尔派对公司外包业务的增长会比较大。同时，通过与 Harman 的合作，公司在业务领域扩展到宝马、奥迪、大众等世界顶级汽车厂商的市场，进一步加强了公司在汽车电子领域的设计 and 创新能力。在移动通讯业务方面，公司与诺基亚的合作进展顺利。2010 年公司移动通讯业务同比增长 25%。公司通过收购美国 Taproot System Inc. 高端智能手机嵌入式软件开发服务业务，增强了公司在 Windows Mobile、Android 等智能手机系统平台的技术水平。未来公司将继续通过加大投入、并购、联盟等各种手段，拓宽现有平台的业务领域，构建端到端的整体解决方案，持续扩大综合市场份额，树立东软在移动通讯领域的领先品牌。

软件外包商的服务业务内容、质量层次都与发包方的业务内容及所处行业地位直接相关。公司目前发包方都处于各自领域的全球领先水平。同时经过与客户多年的良好合作，业务能力已经得到了下游客户的认可。通过原有客户业务的稳定增长以及新客户的拓展，公司未来软件业务外包业务收入将会保持稳定增长。

■ “熙康”业务成为公司探索向 B2C 业务模式转变的出发点

公司一直在探索从 B2B 向 B2C 模式转变，熙康模式有望成为公司从 B2B 模式向 B2C 模式转变的第一步。公司通过与大型医院合作推出“熙康”健康管理平台，为社区、家庭和个人提供包括健康管理、远程医疗监护、医疗就诊等在内的系列医疗服务。

“熙康”健康管理平台主要利用远程医疗监控设备，为客户建立终身电子健康档案、对个人和家庭进行评估、预测、跟踪及早期预警，提供全方位的健康教育、健康干预、个性化体检方案等服务。目前公司主要通过与政府相关部门合作，希望纵向整合区域医疗中心和基层医疗机构的服务资源，达到逐步完善医疗健康服务体系的目的。

按照公司规划，熙康业务的盈利模式主要有两种：一种是销售健康管理终端产品如益体机、运动腕表等。益体机可以帮助家庭、老年人、慢性病患者开展主动的常规健康检测、帮助乡镇村医和社区医疗机构开展远程医疗服务。运动腕表可以对与健康密切相关的体征指数进行测量，提供健康管理参考和对老人、儿童的 GPS 定位、紧急呼叫服务等；另外一种健康互联网与增值服务。通过建立健康知识库和专家库对用户进行健康指导、基于健康数据库的增值业务以及在线广告等，实现基于健康管理平台的增值服务。

■ “熙康”业务健康管理市场前景广阔

目前中国每年的慢性病人数量以高于 10% 的增长率不断增加，家庭和个人健康消费市场也达到高于 20% 的增长。在全国 2.5 亿的城市常住居民中，有 15.7% 的居民对健康管理有需求。按照估算，到了 2015 年全国慢性病消费市场的规模将达到 5028 亿元，显示出较广阔的市场前景。

表 1：国内慢性病消费市场规模预测

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人数(亿人)	2.86	3.15	3.46	3.81	4.19
个体消费(元)	800	900	1000	1100	1200
慢性病总消费(亿元)	2288	2835	3460	4191	5028

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司“熙康”业务已经在国内多个地方开展，项目进展比较顺利。公司与海南省澄迈县合作建立起了农村基层医疗健康服务体系，未来将计划推广到整个海南省。2010 年 10 月公司与唐山市合作推出项目总金额约为 2 亿元的“健康城市”计划。另外公司还与全国十五个省市相关部门达成了合作协议，采取政企合作模式，推动各地医疗信息化水平。未来公司熙康业务还将计划通过与电信运营商如中国联通和地产商的合作，进入都市社区服务和个人移动医疗监测服务，面向企业团体为企业员工定制健康管理等。

在海外业务拓展方面，公司全资子公司东软(欧洲)有限公司认购了以色列医疗解决方案公司 Aerotel Medical Systems Ltd 公司 30.77% 的股份。1998 年成立的 Aerotel 公司是优秀的远程医疗解决方案提供商和产品提供商，其主要业务是为患者提供远程医疗诊断、保健、护理等解决方案，患者可以通过电话、互联网和无线网络实现病情转台及医疗数据的传输。公司将利用与 Aerotel 的合作，提升自身医疗解决方案的实施水平以及利用 Aerotel 较好的品牌效应推动公司医疗解决方案海外业务的发展。

■ 新产品带动医疗系统业务快速成长

公司 2010 年医疗业务收入为 7.94 亿元，同比增长 25.3%，增长主要来源于 CT 和 PET 产品销量的增长，其中 PET 产品 2010 年 9 月首次实现销售。公司自主研发的核医学影像设备 PET、NeuViz16 螺旋 CT 等新产品获得市场认可，推动了公司医疗设备销售的快速增长。未来公司将保持传统医疗影像设备产品的市场优势地位，同时积极开展高端医疗设备新产品如核磁共振、直线加速器等产品的开发，推动公司医疗系统业务的快速增长。

■ 人力成本上升加大公司盈利压力

国内软件服务行业主要以行业应用软件和外包服务为主，直接导致国内软件企业的发展基本上是靠人力资源增加的内生式增长和通过收购兼并的外延式扩张来实现。由于外延式的收购兼并较少，东软集团近几年的增长主要靠员工人数的增加来实现。

2007-2010 年公司员工数量分别为 7783 人、13384 人、15760 人和 17358 人，同期人均产值分别为 37.20 万元/人、27.73 万元/人、26.43 万元/人和 28.45 万元/人，基本上保持一个平稳的状态。随着国内人力成本的上升，通过员工人数扩展来实现公司规模的增长已经给公司盈利带来较大的压力，例如 2010 年人工费用较 2009 年同比增长了 45.2%，远超过员工人数 10.14% 的同比增长水平。公司规划“十二五”期间核心骨干的收入水平将会翻番，意味着员工工资将基本保持每年 10%-15% 的增长水平。为了能够实现可持续发展，抵消人力成本上升带来的压力，优化人员结构、提高生产效率以及寻找新的业务模式将成为公司未来生产经营过程中规划的重点。

■ 业绩预测与公司评级

在行业解决方案业务方面，公司规划仍旧保持原来的业务平稳发展。同时在社保、医疗、电信、电力等传统领域继续扩大公司市场份额并向纵深领域发展，保证公司行业业务解决方案的平稳增长成为公司新业务发展的基石，预计公司未来行业解决方案业务收入将保持在 20% 左右。通过并购和新客户的拓展，公司国际软件外包业务将会保持在 15% 左右。在保持原有产品市场优势地位的同时，通过不断提出新产品，公司医疗系统业务有望保持较快速度的增长。

我们预计 11-13 年公司营业收入分别为 57.85 亿元、69.85 亿元和 82.51 亿元，归属于母公司净利润分别为 4.93 亿元、5.75 亿元和 6.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.47 元和 0.54 元。目前股价对应 11-13 年动态市盈率 25 倍、23 倍和 21 倍。基于对公司业务发展的整体判断，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

■ 风险提示。

日本地震对公司对日软件外包业务可能产生的负面影响，诺基亚业务模式转变对公司移动通讯业务的负面影响、熙康业务拓展低于预期以及人力成本上升带来的盈利能力下降的风险。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1691	2108	2607	3128
应收款项	1145	1287	1543	1836
存货净额	487	531	624	786
其他流动资产	62	75	90	107
流动资产合计	3386	4002	4865	5857
固定资产	1514	1463	1402	1335
无形资产及其他	389	370	352	334
投资性房地产	955	955	955	955
长期股权投资	615	652	689	726
资产总计	6859	7442	8263	9207
短期借款及交易性金融资产	296	100	100	100
应付款项	712	851	1048	1239
其他流动负债	829	1067	1233	1475
流动负债合计	1838	2018	2381	2814
长期借款及应付债券	129	129	129	129
其他长期负债	307	391	475	559
长期负债合计	436	520	604	688
负债合计	2274	2537	2985	3502
少数股东权益	305	319	336	355
股东权益	4280	4586	4942	5350
负债和股东权益总计	6859	7442	8263	9207

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.39	0.40	0.47	0.54
每股红利	0.15	0.15	0.18	0.20
每股净资产	3.49	3.74	4.03	4.36
ROIC	9%	10%	13%	15%
ROE	11%	11%	12%	12%
毛利率	31%	31%	31%	31%
EBIT Margin	7%	8%	8%	7%
EBITDA Margin	11%	11%	10%	10%
收入增长	19%	17%	20%	19%
净利润增长率	-24%	2%	17%	14%
资产负债率	38%	38%	40%	42%
息率	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%
P/E	27.0	26.6	22.8	19.9
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	28.3	25.1	22.7	20.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4938	5785	6936	8251
营业成本	3384	3979	4796	5732
营业税金及附加	81	87	104	124
销售费用	392	445	534	635
管理费用	714	818	970	1150
财务费用	(0)	(46)	(65)	(82)
投资收益	46	20	20	20
资产减值及公允价值	(6)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	407	519	615	710
营业外净收支	153	50	50	50
利润总额	560	569	665	760
所得税费用	53	53	63	71
少数股东损益	23	23	27	31
归属于母公司净利润	485	493	575	658

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	485	493	575	658
资产减值准备	(7)	0	(0)	(0)
折旧摊销	176	169	178	184
公允价值变动损失	6	3	3	3
财务费用	(0)	(46)	(65)	(82)
营运资本变动	(458)	260	83	46
其它	21	14	17	19
经营活动现金流	223	938	856	909
资本开支	(170)	(101)	(101)	(101)
其它投资现金流	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(207)	(138)	(138)	(138)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	(23)	0	0	0
支付股利、利息	(187)	(187)	(219)	(250)
其它融资现金流	474	(196)	0	0
融资活动现金流	57	(383)	(219)	(250)
现金净变动	73	417	499	521
货币资金的期初余额	1618	1691	2108	2607
货币资金的期末余额	1691	2108	2607	3128
企业自由现金流	(119)	740	642	682
权益自由现金流	333	586	701	756

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。