

业务拐点已现 医疗及汽车电子业务高增长

投资要点:

1. 事件

我们对东软集团进行了持续的跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

东软集团目前的业务分为软件外包、国内解决方案、医疗电子三大类。软件外包大约占 35%，国内解决方案大约占 50%，医疗电子大约占 15%。

就传统外包业务而言，由于日本地震以后东芝等传统的日本合作厂商把订单转移到东软大连，2011 年起东软外包业务已经出现明显恢复，预计今年软件外包业务的回款口径的业务增加大约在 30%。

东软熙康健康管理业务主要分为面向医疗机构和面向个人终端用户两类。其中，面向医疗机构的业务已在国内多处试点，目前和公司达成意向的城市有 10 多个，预计海南、都江堰、长沙、郑州、无锡、宁波、上海等多地存在签单的可能。面向个人终端用户的健康服务终端借力熙康云计算平台提供个性化的健康顾问服务，公司医疗业务逐步从设备到健康云转型，我们预计东软医疗业务 2011 年收入增速在 80-100%之间。

我们预计未来东软在汽车电子业务开展的转型思路是为每辆汽车生产能提供导航、救援、娱乐等多种服务的 Telematics 车载终端；同时，针对车厂提供汽车运行信息、导航信息、娱乐资源等方面的综合管理平台，预计每款车型的合同订单价格大约在千万等级；在平台上进行相关业务运营。我们认为，公司汽车电子业务已培育成型，预计将在今年下半年开始逐步接单并于 2012 年开始释放业绩。

另外，公司也在致力于与国内三大运营商研发移动商务平台，该平台能使原来的 SP、CP 厂商借助运营商管道来展现自身产品、达成销售促进及电子商务签单，如果实现销售东软有机会通过后台计费系统抽取销售佣金。目前这款业务的研发成本已经完全确认，预计未来随着移动互联网时代到来，该业务将有机会贡献较快的业绩增速。

东软于 2010 年开始薪酬改革，年工资上调幅度达 15%，我们预计公司未来 3-4 年每年均将有 10-15% 的薪酬涨幅，人工成本及费用压力增加。另外，由于业务转型，公司有针对性的加大新产品研发力度，预计 2011 年新增研发费用达 1.5 个亿，研发支出费用化将冲减了当期的收入，短期内公司依然面临转型带来的费用上升困境。

长期看，东软转型的思路已非常清晰。我们认为，公司业务拐点已现，预计从明年起公司业务将有明显改善。

3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别是 0.47、0.61、0.82 元，对应的 PE 是 22、17、13 倍，估值低于同行业上市公司，维持推荐投资评级。

东软集团 (600718.SZ)

推荐 维持

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

✉: wang_zb@chinastock.com.cn

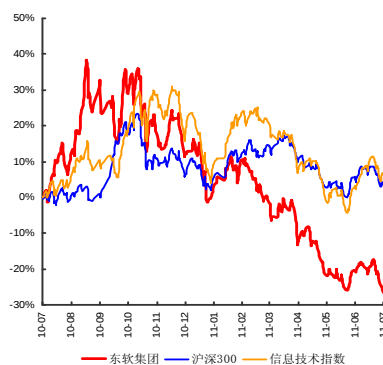
执业证书编号: S0130511020008

市场数据

时间: 2011.07.29

A 股收盘价 (元)	10.47
总股本 (百万)	122759
流通 A 股股本 (百万)	122759
总市值 (亿元)	128.53

近一年来股价表现



资料来源: wind

一、外包业务已恢复 新业务转型现端倪

东软集团目前的业务分为软件外包、国内解决方案、医疗电子三大类。软件外包大约占 35%，国内解决方案大约占 50%，医疗电子大约占 15%。

软件外包业务主要是向国外电子行业巨头提供行业软件的定制化开发，主要集中在汽车电子、智能家电及移动互联网和手机等三大领域。由于此前软件外包的业务模式主要依靠人员增加来提升业绩，近年来，在人力成本上升及单价无法明显上升的压力下，外包业务净利润增速持续下滑，但就传统外包业务而言，由于日本地震以后东芝等传统的日本合作厂商把订单转移到东软大连，2011 年起东软外包业务已经出现明显恢复，预计今年软件外包业务的回款口径的业务增加大约在 30%。

同时，公司正在着力于从软件外包转型到提供行业解决方案，转型思路已经比较清晰。在手机领域，公司由于精通塞班系统研发与诺基亚合作较深入，目前手机业务研发已开始向安卓平台靠拢；智能家电及汽车电子领域，公司利用多年以来给国际大厂做外包的经验向智能家电及汽车电子产品及行业解决方案转型，目前逐步开始接单，预计未来这一领域将有较好增长。

国内解决方案方面，东软是国内规模最大的 IT 解决方案提供商，面向国内多个行业提供系统化的解决方案。公司的优势领域是向社保（国内 60%以上的市场份额）、移动运营商运维系统、电网 IT 解决方案、烟草行业、政府行业等政企客户提供软件开发及硬件集成相关的服务。由于政府及行业需求增长的稳定性，预计东软的国内解决方案业务 2011 年增速约为 20%。

医疗电子方面，东软已成为能与国际医疗设备大厂竞争的大型医院专用诊疗设备的提供商，PET 机已经通过美国 FDA 认证，开始和飞利浦、西门子等竞争。公司 2011 年新推出的熙康健康管理体系，从慢性病管理角度主导了公司医疗业务从设备提供商到服务及解决方案提供商转型。

我们认为，目前公司的战略转型已经取得明显进展，短期内不一定能贡献太多业绩，但是公司业务拐点已现，预计从明年起公司业务将有明显改善。

二、东软熙康主导业务模式从医疗设备向健康云转型

目前，健康管理模式在美国已经成为成熟的日常医疗业务管理模式，保险公司通过引入健康管理的体系，可以有效的降低参保人员发生大额赔付的可能性，并降低整体运营成本；公司通过为员工提供健康管理服务，也能明显的降低员工的医疗费用并提高工作效率。东软目前除向大型医院提供 HIS、PET 等大型系统、医疗设备外，也在开展面向健康管理的熙康业务模式。

东软熙康健康管理业务主要分为面向医疗机构和面向个人终端用户两类。其中，面向医疗机构的业务主要通过健康服务一体机能为基层民众提供基本的健康体检及健康档案服务，目前已在国内多处试点，以唐山熙康为例，东软以唐山最大的一家为中心节点，吸收各县级单位的中心医院、城区社区诊所及农村卫生所为基层单位，构建起覆盖全市全部医疗单位的熙康健康服务体系，我们预计唐山熙康订单规模在 2 个亿上下。目前和公司达成意向的城市有 10 多个，预计海南、都江堰、长沙、郑州、无锡、宁波、上海等多地存在签单的可能。

面向个人终端用户的健康服务终端（手表式样），类似智能终端的概念，慢性病患者在建立健康档案以后，可以随时通过终端上传各种生命指标数据，熙康云计算平台按照上传的指标为用户提供个性化的健康顾问服务。我们预计重庆将成为东软熙康个人终端的首批试点。

我们预计东软医疗业务 2011 年收入增速在 80-100%之间。

三、汽车电子及其它新业务具有爆发潜质

东软传统上为汽车制造商提供音响解决方案的软件开发、导航设备的开发等。我们预计未来东软在汽车电子业务开展的转型思路是：为每辆汽车生产能提供导航、救援、娱乐等多种服务的 Telematics 车载终端；同时，针对车厂提供汽车运行信息、导航信息、娱乐资源等方面的综合管理平台，预计每款车型的合同订单价格大约在千万等级；在平台上进行相关业务运营。我们认为，公司汽车电子业务已培育成型，预计将在今年下半年开始逐步接单并于 2012 年开始释放业绩。

另外，公司也在致力于与国内三大运营商研发移动商务平台，该平台能使原来的 SP、CP 厂商借助运营商管道来展现自身产品、达成销售促进及电子商务签单，如果实现销售东软有机会通过后台计费系统抽取销售佣金。目前这款业务的研发成本已经完全确认，预计未来随着移动互联网时代到来，该业务将有机会贡献较快的业绩增速。

四、短期内公司将面临转型带来的费用上升困境

由于此前软件外包的业务模式主要依靠人员增加来提升业绩，近年来，在人力成本上升及业务转型压力下，东软于 2010 年开始薪酬改革，年工资上调幅度达 15%，我们预计公司未来 3-4 年每年均将有 10-15%的薪酬涨幅，人力成本及费用压力增加。

另外，由于业务转型，公司有针对性的加大了熙康体系及 PET 机系列、智能电网信息采集系统等多款产品的研发力度。我们预计 2011 年新增研发费用将达 1.5 个亿，研发支出费用化将冲减了当期的收入，而贡献利润则存在迟滞性，短期内公司依然面临转型带来的费用上升困境，但长期看，东软转型的思路已经非常清晰。我们认为，公司业务拐点已现，预计从明年起公司业绩将有显著提升。

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别是 0.47、0.61、0.82 元（按照 10 亿股本全摊薄），对应的 PE 是 22、17、13 倍，估值低于同行业上市公司，我们维持推荐投资评级。

表 1: 东软集团财务报表预测

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1618.0	1691.0	1923.6	2604.3	3458.7	营业收入	4166.1	4937.7	5999.3	7709.1	10021.8
应收票据	56.4	12.8	15.6	20.0	26.0	营业成本	2712.0	3383.6	4109.5	5280.7	6836.9
应收账款	730.0	959.7	1166.1	1498.4	1947.9	营业税金及附加	54.1	81.2	98.7	126.8	164.8
预付款项	37.4	51.9	69.4	92.0	121.1	销售费用	284.6	391.9	476.2	611.9	795.4
其他应收款	99.3	172.3	209.4	269.1	349.8	管理费用	534.8	713.9	869.9	1117.8	1453.2
存货	297.3	486.8	591.3	759.8	983.7	财务费用	17.5	-0.4	-22.4	-35.5	-50.2
其他流动资产	11.3	10.3	8.9	6.7	3.7	资产减值损失	12.8	5.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	577.9	614.8	614.8	614.8	614.8	公允价值变动收益	9.2	-0.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1475.8	1429.6	1365.0	1277.9	1179.6	投资收益	112.2	46.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	6.7	84.7	42.4	21.2	10.6	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	671.7	407.5	467.4	607.4	821.7
无形资产	395.9	388.9	350.0	311.1	272.2	营业外收支净额	56.1	152.6	185.4	238.3	309.8
长期待摊费用	51.0	54.9	49.4	43.9	38.4	税前利润	727.8	560.1	652.9	845.7	1131.5
资产总计	6209.0	6858.9	7271.1	8384.4	9871.8	减：所得税	76.7	52.8	61.5	79.7	106.7
短期借款	0.0	160.0	0.0	0.0	0.0	净利润	651.1	507.3	591.3	766.0	1024.8
应付票据	127.9	145.6	176.8	227.2	294.1	归属于母公司的净利润	640.6	484.7	581.9	753.7	1008.4
应付账款	483.8	566.9	679.1	872.7	1129.8	少数股东损益	10.5	22.6	9.4	12.2	16.3
预收款项	297.7	437.5	607.4	825.7	1109.5	基本每股收益	0.68	0.39	0.47	0.61	0.82
应付职工薪酬	183.1	229.5	278.8	358.3	465.7	全摊薄每股收益	0.52	0.39	0.47	0.61	0.82
应交税费	40.5	0.7	0.7	0.7	0.7	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他应付款	156.2	160.2	160.2	160.2	160.2	成长性					
其他流动负债	8.9	0.0	-12.2	-32.0	-58.7	营收增长率	12.3%	18.5%	21.5%	28.5%	30.0%
长期借款	152.0	129.0	129.0	129.0	129.0	EBIT 增长率	14.7%	-36.8%	21.3%	28.5%	34.9%
预计负债	12.4	13.6	13.6	13.6	13.6	净利润增长率	30.5%	-24.3%	20.1%	29.5%	33.8%
负债合计	1936.2	2273.7	2462.8	2984.8	3673.5	盈利性					
股东权益合计	4272.9	4585.2	4808.3	5399.6	6198.3	销售毛利率	34.9%	31.5%	31.5%	31.5%	31.8%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	15.4%	9.8%	9.7%	9.8%	10.1%
净利润	651	507	591	766	1025	ROE	15.0%	10.6%	12.1%	14.0%	16.3%
折旧与摊销	139	189	151	153	153	ROIC	10.97%	6.46%	7.74%	8.93%	10.59%
经营活动现金流	773	382	739	820	1030	估值倍数					
投资活动现金流	-137	-225	1	0	0	PE	20.1	26.5	22.1	17.1	12.7
融资活动现金流	-168	-88	-507	-139	-176	P/S	2.4	2.6	2.1	1.7	1.3
现金净变动	468	70	233	681	854	P/B	2.3	2.8	2.7	2.4	2.1
期初现金余额	1157	1618	1691	1924	2604	股息收益率	0.0%	0.0%	2.9%	1.4%	1.8%
期末现金余额	1625	1688	1924	2604	3459	EV/EBITDA	12.1	21.4	19.3	15.0	10.8

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。

王家炜，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接受任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

王莉，计算机/电子元器件行业证券分析师。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接受任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、广联达（002410.SZ）、航天信息（600271.SH）、东软集团（600718.SH）、海康威视（002415.SZ）、英飞拓（002528.SZ）、江海股份（002484.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）等。

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证券投资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