

东华软件 (002065.sz)

股权激励计划有利公司长期稳定增长

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010003

股权激励全面充分, 行权要求有利公司长期稳定增长

公司本次激励计划拟授予股票期权 1,180.7 万份, 占公司总股本的 2.2246%, 行权价格为 21.59 元/股, 行权要求为 2011-2014 年归属于母公司的净利润较上一年增速分别不低于 30%、35%、35%和 35%。激励对象包括公司董事(不含独立董事)、高级管理人员、核心业务(技术)骨干人员共计 364 人, 占截至 2010 年底公司员工总数的 16.14%, 激励全面且充分。

股权激励成本对公司业绩影响较小

公司总的激励成本为 9631.96 万元, 分 5 年摊销, 2011 年-2015 年摊销金额分别为 412.55 万、4765.77 万、2616.77 万、1276.38 万和 561.16 万元。我们认为该成本对于公司净利润影响较小, 即使影响最大的 2012 年, 也仅占预测净利润的不到 10%, 因此此次股权激励不会影响公司业绩高增长。

盈利预测与估值

公司目前的股价具备较好的安全性, 2003-2010 年净利润复合增速为 36%, 股权激励使公司未来业绩确定性增强。我们看好公司长期发展潜力, 维持“买入”评级, 2011-2013 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.81 元、1.11 元、1.51 元, 目标价 27.75 元。

风险提示

外部环境变化给外延性增长带来的风险;金融行业业务快速发展带来的行业依赖性风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1548.94	1870.16	2411.07	3189.16	4216.19
增长率(%)	33.65%	20.74%	28.92%	32.27%	32.20%
EBITDA(百万元)	256.35	363.23	465.38	636.34	869.73
净利润(百万元)	241.02	317.33	427.87	589.74	802.98
增长率(%)	35.64%	31.66%	34.83%	37.83%	36.16%
每股收益(元)	0.57	0.74	0.81	1.11	1.51
市盈率	46.86	35.59	26.40	19.15	14.07
市净率	6.99	5.77	4.54	3.50	2.67
EV/EBITDA	42.84	30.29	22.48	15.94	11.07

数据来源:东华软件股份公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	21.28 元
合理价值	27.75 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.38	-1.53	-29.07
沪深 300	-7.6	-9.03	-21.0

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
530.74/447.72

主要股东:
北京东华诚信电脑科技发展有限公司
主要股东持股比例 23.04
流通 A 股比例 84.36%

财务比率

ROE	20.2
ROA	14.571
资产负债率	33.8641

2010 年报数据

股权激励全面充分

公司此次激励计划拟授予的股票期权数量1,180.7万份，占当前公司总股本的2.2246%，行权价格为21.59元/股。激励对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心业务（技术）骨干人员共计364人，占截至2010年底公司员工总数的16.14%。

表 1：股票期权在各激励对象间的分配情况

激励对象类别	人数	拟授予股票期权份数（万份）	授予股票期权激励分数占比（%）	占公司总股本比例（%）
董事、高级管理人员	11	89	7.54	0.1677
商务和职能体系	4	14	1.19	0.0264
销售体系	70	263.5	22.32	0.4965
技术体系	235	632.2	53.54	1.1912
收购的子公司	44	182	15.41	0.3429
合计	364	1180.7	100.00	2.2246

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

此次激励计划行权要求为2011-2014年归属于母公司的净利润较上一年增速分别不低于30%、35%、35%和35%，有利于公司长期稳定增长。

表 2：公司业绩考核指标

行权期	财务业绩指标
第一个行权期	以2010年净利润为基数，2011年净利润增长率不低于30%
第二个行权期	以2011年净利润为基数，2012年净利润增长率不低于35%
第三个行权期	以2012年净利润为基数，2013年净利润增长率不低于35%
第四个行权期	以2013年净利润为基数，2014年净利润增长率不低于35%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

此次股票期权激励计划有效期为自授权日起五年，授权日起满12个月后可以开始行权，四个行权期可行权数量占获授期权数量比例分别为30%、30%、20%、20%。

表 3：行权期安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	20%
第四个行权期	自授权日起48个月后的首个交易日起至授权日起60个月内的最后一个交易日当日止	20%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

股权激励成本对公司业绩影响较小

公司总的激励成本为9631.96万元，分5年摊销，2011年-2015年摊销金额分别为412.55万、4765.77万、2616.77万、1276.38万和561.16万元。我们认为该成本对于公司净利润影响较小，即使是影响最大的2012年，也仅占预测净利润的不到10%，因此此次股权激励不会影响公司业绩高增长。具体分摊情况如下：

表 4：股票期权对公司业绩的影响						
年度	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	总金额
金额（万元）	412.55	4,765.71	2,616.17	1,276.38	561.16	9,631.96
每股收益的影响（元/股）	-0.0078	-0.0898	-0.0493	-0.0240	-0.0106	
净资产收益率的影响（%）	-0.1951	-2.2532	-1.2369	-0.6035	-0.2653	

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

公司目前的股价具备较好的安全性，2003-2010年净利润复合增速为36%，股权激励使公司未来业绩确定性增强。从行业来看，国内IT企业多以IT产品分销起家，在系统集成阶段出现分化，过于依赖分销和硬件系统集成业务的企业盈利能力下降，发展动力不足；但类似于东华软件这样软件开发实力领先的企业则面临向IT综合解决方案提供商进化的良好发展机遇。

我们看好公司未来几年高速成长的主要原因包括：销售和研发力量突出，软件业务发展迅速导致综合毛利率水平不断提升；精细化管理下费用成本控制成效显著；下游行业覆盖广泛，对单一重点行业依赖性很小；行业整体处于快速发展阶段。

从下游客户来看，公司主营业务覆盖全部金融、电信、政府、电力、医疗等。按照分行业主营业务考察，我们预测金融保险医保将成为成长最为迅速的下游行业市场，城商行、农信社IT系统建设需求高涨以及医疗信息化快速发展是带动该细分行业快速发展的主要原因。

总体上，我们认为对公司团队稳定具有积极意义，看好公司长期发展潜力，给予“买入”评级，2011-2013年的全面摊薄EPS分别为0.81元、1.11元、1.51元，目标价27.75元。

图 1：主营业务分行业增长预测

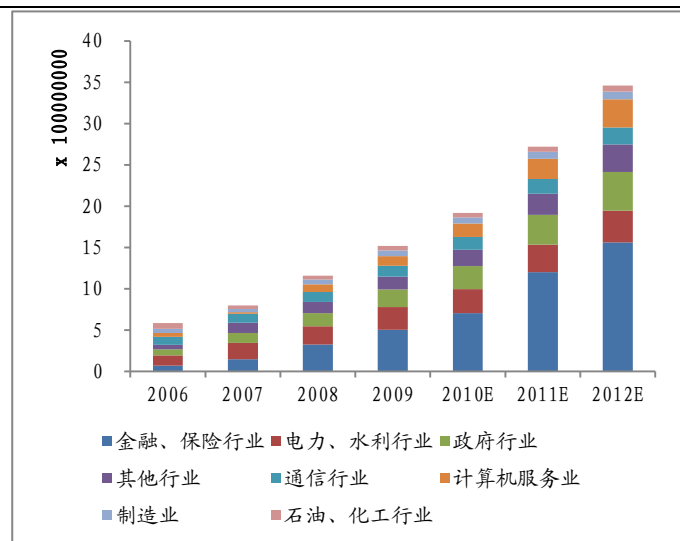
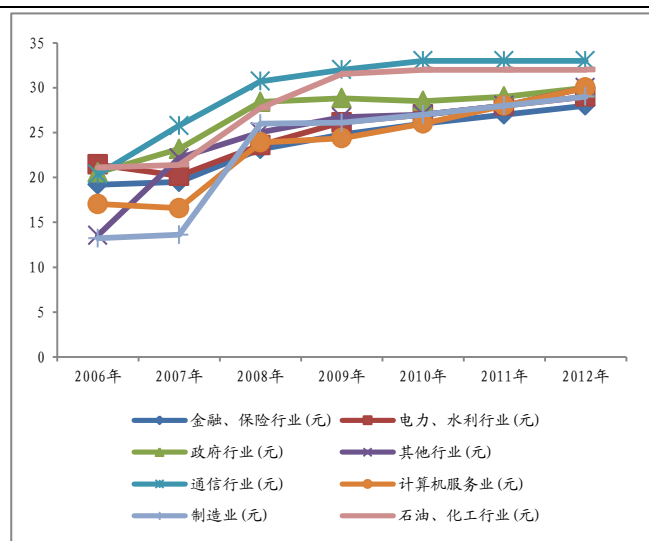


图 2：主营业务分行业毛利率预测



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

风险提示

外部环境变化给外延性增长带来的风险。公司2010年18.70亿元的收入规模基数已不算小，持续高速增长有赖于内生性和外延性增长的共同发展。外延性发展取决于一系列外部因素：是否有合适并购对象、并购对象是否能与公司达成一致、监管层面的审核节奏等。外部环境的变化可能影响公司外延性增长，从而可能导致公司增长速度低于预期。

金融行业业务快速发展带来的行业依赖性风险。公司主营业务下游行业相当分散，对重点行业的依赖性较低。但随着金融行业业务规模的持续快速发展，未来公司对金融行业的依赖性将提高，存在对行业政策变化等情况的依赖性风险。

资产负债表

单位：百万元

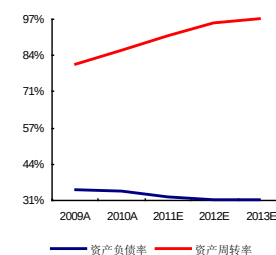
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,505	1,909	2,476	3,310	4,500
货币资金	412	432	831	1,151	1,662
应收及预付	428	688	724	952	1,266
存货	665	789	922	1,207	1,573
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	472	470	452	435	415
长期股权投资	39	41	41	41	41
固定资产	148	141	124	104	82
在建工程	10	14	16	18	21
无形资产	256	255	256	256	256
其他长期资产	19	19	17	17	17
资产总计	1,977	2,379	2,929	3,745	4,916
流动负债	681	806	928	1,154	1,522
短期借款	100	140	0	0	0
应付及预收	574	648	928	1,154	1,522
其他流动负债	7	18	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	681	806	928	1,154	1,522
股本	426	426	426	426	426
资本公积	284	284	284	284	284
留存收益	586	860	1,288	1,878	2,681
归属母公司股东权益	1,296	1,571	1,999	2,588	3,391
少数股东权益	0	3	3	3	3
负债和股东权益	1,977	2,379	2,929	3,745	4,916

利润表

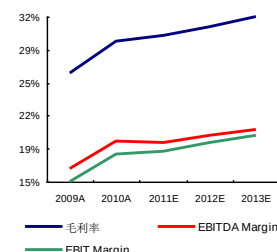
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1549	1870	2411	3189	4216
营业成本	1139	1313	1679	2190	2856
营业税金及附加	13	18	24	32	42
销售费用	54	65	82	110	145
管理费用	108	137	183	246	329
财务费用	3	0	-11	-17	-25
资产减值损失	6	10	4	7	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	226	326	449	622	857
营业外收入	28	20	20	28	31
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	254	346	468	648	887
所得税	13	29	40	58	84
净利润	241	317	428	590	803
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	241	317	428	590	803
EBITDA	256	363	465	636	870
EPS (元)	0.57	0.74	0.81	1.11	1.51

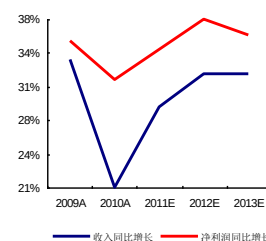
资产负债率趋势



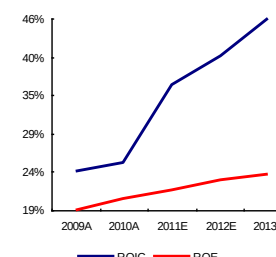
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

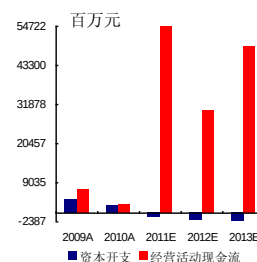
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	68	27	547	302	487
净利润	241	317	428	590	803
折旧摊销	21	27	24	25	26
营运资金变动	-204	-328	108	-293	-323
其它	10	11	-12	-19	-19
投资活动现金流	-70	-24	10	19	24
资本支出	-39	-22	10	19	24
投资变动	-34	-2	0	0	0
其他	2	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3	17	-159	0	0
银行借款	148	192	-140	0	0
债券融资	-118	-152	0	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-33	-25	-19	0	0
现金净增加额	-5	20	398	321	511
期初现金余额	417	412	432	831	1,151
期末现金余额	412	432	831	1,151	1,662

主要财务比率

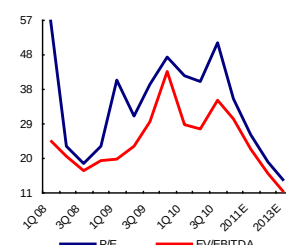
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	33.7%	20.7%	28.9%	32.3%	32.2%
营业利润	31.4%	44.2%	37.4%	38.6%	37.9%
归属于母公司净利润	35.6%	31.7%	34.8%	37.8%	36.2%
获利能力					
毛利率	26.5%	29.8%	30.3%	31.3%	32.3%
净利率	15.6%	17.0%	17.7%	18.5%	19.0%
ROE	18.6%	20.2%	21.4%	22.8%	23.7%
ROIC	24.0%	25.2%	36.3%	40.3%	45.6%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	33.9%	31.7%	30.8%	31.0%
净负债比率	-24.1%	-18.6%	-41.5%	-44.4%	-49.0%
流动比率	2.21	2.37	2.67	2.87	2.96
速动比率	1.12	1.26	1.53	1.67	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.86	0.91	0.96	0.97
应收账款周转率	6.08	5.40	5.66	5.63	5.60
存货周转率	1.81	1.81	1.82	1.82	1.82
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.74	0.81	1.11	1.51
每股经营现金流	0.16	0.06	1.03	0.57	0.92
每股净资产	3.04	3.69	4.69	6.08	7.96
估值比率					
P/E	37.6	28.6	26.4	19.2	14.1
P/B	7.0	5.8	4.5	3.5	2.7
EV/EBITDA	42.8	30.3	22.5	15.9	11.1

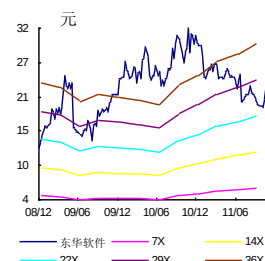
资本支出与经营活动现金流



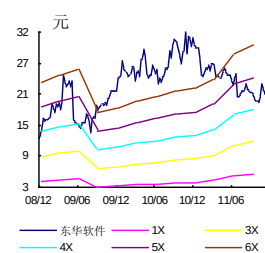
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。