

全面构筑云服务能力

东华软件可转债发行预案点评

报告关键点:

- 募投项目顺应行业发展趋势,全面构筑公司云服务能力
- 可转债发行将有助于公司持续增长
- 估值优势明显,调整后中长期价值更加凸显

报告摘要:

- 发行预案。**公司拟公开发行可转换公司债券,募集资金不超过10亿元,拟投向东华基础架构云平台、中小商业银行一体化云服务平台项目、区域性数字医疗服务信息云平台项目、新一代IT运维管理系统项目、智慧城市一体化解决方案项目、智慧矿山一体化信息平台项目等六个项目。债券面值为100元,期限为发行之日起6年。
- 再融资有助于公司持续稳定增长。**公司通过内涵发展与外延并购相结合的发展模式,上市以后取得了持续快速的发展。不过随着规模的扩张,在现有经营模式下,公司所需的流动资金规模也持续增长,这在一定程度上制约了公司以更快的速度发展。通过再融资能够在很大程度上解决这一问题,为公司保持可持续发展,巩固行业领先地位创造条件。选择通过可转债方式发行,既反映了公司良好的经营和财务状况,同时相比公司债也可极大降低公司的财务费用。
- 募投项目体现行业趋势和公司优势。**六个募投项目中三个与云计算相关,表明在云计算发展带来信息化需求发生重大变化的行业背景下,公司能够结合自身的业务优势,把握行业发展的技术趋势,引导并满足客户信息化需求。通过上述项目的建设,公司将打造出在云计算时代的一体化解决方案交付能力,未来通过基础架构云平台和行业应用云平台的建设,产品的可复制性将增强,项目实施的成本将降低,长期看将有助于公司盈利能力的稳定提升。
- 估值优势明显,维持买入-A投资评级。**近期受到软件板块低迷和大盘持续走弱影响,公司股价出现了大幅调整,估值水平处于历史低位,我们认为,尽管中国经济面临增长放缓的压力,但信息化需求仍将保持旺盛,对于成本控制卓越的软件及IT服务公司,更有可能在此宏观背景下保持持续快速发展,公司目前在手订单充足、新增订单稳定增长,在主要的信息化重点投资领域,均形成了较为明显的优势,未来增长前景十分明确,本轮调整使公司中长期价值更为明显,我们维持对公司的盈利预测,考虑到行业及市场整体估值的下移,下调公司目标价至18元,仍然维持买入-A投资评级。
- 风险提示:**持续并购带来的整合风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,870.2	2,586.4	3,320.8	4,084.3	5,166.4
Growth(%)	20.7%	38.3%	28.4%	23.0%	26.5%
净利润	317.3	421.0	572.7	773.2	1,025.8
Growth(%)	31.7%	32.7%	36.0%	35.0%	32.7%
毛利率(%)	29.8%	31.0%	31.9%	33.2%	33.7%
净利润率(%)	17.0%	16.3%	17.2%	18.9%	19.9%
每股收益(元)	0.46	0.61	0.83	1.12	1.49
每股净资产(元)	2.28	3.29	4.01	4.98	6.28
市盈率	28.4	21.4	15.7	11.6	8.8
市净率	5.7	4.0	3.3	2.6	2.1
净资产收益率(%)	20.2%	18.6%	20.7%	22.5%	23.7%
ROIC(%)	32.9%	33.9%	29.0%	31.9%	35.5%
EV/EBITDA	14.9	13.9	14.0	10.2	7.5
股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

18.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 21.00 元

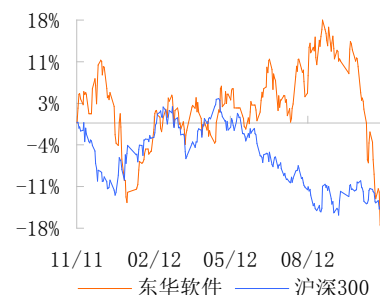
现价(2012 年 11 月 19 日): 13.04 元

报告日期:

2012-11-20

总市值(百万元)	8,997.17
流通市值(百万元)	7,702.06
总股本(百万股)	689.97
流通股本(百万股)	590.65
12 个月最低/最高	12.70/23.90 元
十大流通股东(%)	64.59%
股东户数	9,671

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(18.91)	(15.92)	(1.73)
绝对收益	(25.66)	(21.91)	(18.29)

侯利

 010-66581842
 执业证书编号

胡又文

 021-68766271
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

行业分析师

 huyw@essence.com.cn
 S1450511050001

前期研究成果

东华软件: 软件产品比重提高带动毛利率提升

2012-08-28

东华软件: 机遇在手, 谋定而动

2012-06-04

东华软件: 订单全面开花, 毛利率持续提升

2012-04-26

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2012-11-19	
利润表		2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入		1,870.2	2,586.4	3,320.8	4,084.3	5,166.4	成长性					
减: 营业成本	1,313.4	1,783.4	2,262.0	2,728.3	3,424.6	营业收入增长率	20.7%	38.3%	28.4%	23.0%	26.5%	
营业税费	18.4	25.9	33.2	40.8	51.7	营业利润增长率	44.2%	36.0%	29.1%	36.7%	33.3%	
销售费用	64.8	113.2	139.5	167.5	201.5	净利润增长率	31.7%	32.7%	36.0%	35.0%	32.7%	
管理费用	136.9	194.2	285.6	334.9	413.3	EBITDA 增长率	40.7%	36.4%	29.7%	34.2%	31.7%	
财务费用	0.2	7.5	13.4	15.0	17.7	EBIT 增长率	42.5%	38.2%	29.9%	36.2%	33.1%	
资产减值损失	10.0	18.3	14.1	14.3	12.8	NOPLAT 增长率	30.2%	34.9%	36.5%	34.5%	32.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.9%	59.5%	22.6%	18.9%	23.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	21.4%	44.1%	22.0%	24.3%	26.0%	
营业利润		326.4	444.0	573.0	783.5	1,044.8	利润率					
加: 营业外净收支	19.7	16.8	55.5	64.5	79.5	毛利率	29.8%	31.0%	31.9%	33.2%	33.7%	
利润总额		346.2	460.8	628.5	848.0	1,124.3	营业利润率	17.5%	17.2%	17.3%	19.2%	20.2%
减: 所得税	28.8	39.9	55.9	74.8	98.4	净利润率	17.0%	16.3%	17.2%	18.9%	19.9%	
净利润		317.3	421.0	572.7	773.2	1,025.8	EBITDA/营业收入	18.8%	18.6%	18.8%	20.5%	21.3%
资产负债表		2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	17.5%	17.5%	17.7%	19.6%	20.6%
货币资金	432.2	449.7	794.9	1,060.6	1,341.9	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	28	25	22	16	11	
应收帐款	551.7	788.6	893.2	1,098.6	1,397.0	流动营业资本周转天数	127	144	163	175	181	
应收票据	30.4	68.5	13.6	16.8	21.2	流动资产周转天数	329	314	315	317	313	
预付帐款	106.0	89.2	89.2	89.2	89.2	应收帐款周转天数	67	76	75	72	71	
存货	788.8	1,202.0	1,425.4	1,719.2	2,158.0	存货周转天数	140	139	142	139	135	
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	419	399	397	382	363	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	214	228	243	238	229	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	40.7	40.7	41.0	41.0	41.0	ROE	20.2%	18.6%	20.7%	22.5%	23.7%	
投资性房地产	16.7	5.8	16.7	16.7	16.7	ROA	13.3%	12.5%	14.4%	16.4%	18.0%	
固定资产	140.7	214.3	197.1	169.9	141.6	ROIC	32.9%	33.9%	29.0%	31.9%	35.5%	
在建工程	13.8	8.9	-	-	-	费用率						
无形资产	5.6	6.0	5.7	5.4	5.1	销售费用率	3.5%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	
其他非流动资产	252.3	482.0	490.0	490.0	490.0	管理费用率	7.3%	7.5%	8.6%	8.2%	8.0%	
资产总额		2,378.8	3,355.7	3,966.7	4,707.3	5,701.8	财务费用率	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	140.0	203.9	250.0	247.7	244.7	三费/营业收入	10.8%	12.2%	13.2%	12.7%	12.2%	
应付帐款	127.1	185.6	216.9	261.6	328.4	偿债能力						
应付票据	150.3	68.8	123.9	149.5	187.7	资产负债率	33.9%	32.4%	30.3%	27.0%	24.0%	
其他流动负债	351.4	588.8	587.5	587.5	587.5	负债权益比	51.2%	48.0%	43.4%	36.9%	31.7%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.37	2.39	2.68	3.14	3.65	
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.39	1.28	1.49	1.79	2.08	
负债总额		805.6	1,088.2	1,201.0	1,268.9	1,370.9	利息保障倍数	1,777.09	60.33	43.86	53.17	60.03
少数股东权益		2.5	0.1	0.1	0.1	0.1	分红指标					
股本	426.0	530.7	690.0	690.0	690.0	DPS(元)	0.06	0.06	0.11	0.15	0.19	
留存收益	1,144.7	1,736.7	2,075.7	2,748.4	3,640.9	分红比率	13.4%	10.5%	13.0%	13.0%	13.0%	
股东权益		1,573.2	2,267.5	2,765.8	3,438.5	4,330.9	股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%
现金流量表		2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	317.3	420.9	572.7	773.2	1,025.8	EPS(元)	0.46	0.61	0.83	1.12	1.49	
加: 折旧和摊销	26.6	30.1	36.5	37.6	38.6	BVPS(元)	2.28	3.29	4.01	4.98	6.28	
资产减值准备	10.0	18.3	14.1	14.3	12.8	PE(X)	28.4	21.4	15.7	11.6	8.8	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.7	4.0	3.3	2.6	2.1	
财务费用	4.3	1.7	6.5	13.4	15.0	P/FCF	151.8	-33.7	55.3	29.5	27.4	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.8	3.5	2.7	2.2	1.7	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.9	13.9	14.0	10.2	7.5	
营运资金的变动	-298.6	-395.8	-245.9	-446.3	-649.6	CAGR(%)	34.6%	34.6%	30.8%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量		27.2	75.7	390.8	393.8	445.4	PEG	0.8	0.6	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量		-24.2	-58.2	-10.4	-10.1	-10.1	ROIC/WACC	3.3	3.4	2.9	3.2	3.6
融资活动产生现金流量		17.3	-3.3	-41.7	-117.9	-154.0	REP	1.2	1.0	1.2	0.9	0.6

分析师简介

侯利，计算机行业高级分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	梁涛	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	cosskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034