

公司研究/更新报告

2017年09月11日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.99
合理价格区间(元): 19.25~22.75

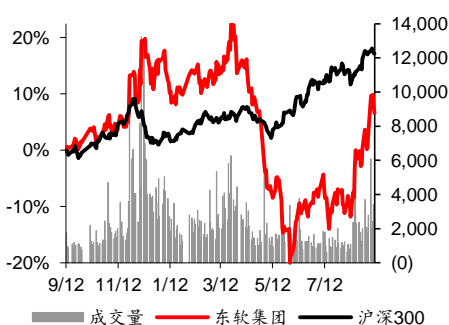
高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

相关研究

- 1 《东软集团(600718):业绩超预期, 三大战略引领东软蜕变在即》 2016.03
- 2 《东软集团(600718):“蛟龙”出海, 三大战略开启新纪元》 2015.12
- 3 《东软集团(600718):收购望海康信, 布局医疗 IT 领域》 2011.01

股价走势图



资料来源: Wind

绑定本田晋升新能源 PACK 新贵

东软集团(600718)

本田宣布与东软集团在电动车 BMS、车载互联等技术领域进行全面合作

2017年9月9日,在中国汽车产业发展(泰达)国际论坛上,本田中国本部长水野泰秀宣布本田将于2018年推出首款中国专属电动车,该电动车由广汽本田、东风本田和本田技研科技(中国)有限公司共同开发,将以合资公司的品牌进行销售。本田将与东软集团全面合作,共同开发电动车的电池管理技术、车辆数据云管理和车载互联技术等核心技术。

本周末新能源汽车行业迎来一系列重大利好

本周末新能源汽车行业迎来重大利好:一是在2017中国汽车产业发展(泰达)国际论坛上,工信部副部长辛国斌表示中国已启动制定停止生产传统燃油汽车的时间表,超出市场预期;二是新能源汽车双积分制已完成部委会签,即将落地,为乘用车2019/2020年及之后的高增长打下坚实基础;三是乘联会预计8月份新能源乘用车销量5.3万辆,同比增长77%,环比增长23%,超出市场预期。

绑定本田,东软晋升新能源汽车 PACK+BMS 领域新贵

2015年7月公司与阿尔派成立东软睿驰汽车技术(上海)开展电动汽车动力系统、ADAS、自动驾驶及车联网等业务;2016年9月,东软睿驰发布了新一代智能电池管理系统(BMS);2017年4月设立睿驰新能源动力系统(武汉),在武汉建设PACK生产线。此次本田与公司在电动车领域全面合作,标志着东软在电动车动力电池领域迈出了实质性一步。除本田外,公司还签约了吉利等几家国产车厂。据公司调研预计三年后公司动力电池系统(PACK+BMS)收入将达到百亿规模,参考同行业第三方PACK+BMS厂商利润率水平,按10%净利率率计算利润规模或达到10亿元左右。

汽车电子积累多年将进入高速增长期,ADAS及自动驾驶持续创新

作为国内汽车电子龙头,公司产品主要包括车载信息娱乐、T-BOX、Telematics车联网、手机车机互联、车载信息安全、智能驾驶舱、全液晶仪表等。经过20多年积累,目前已进入大多数国产汽车厂商供应体系,如上汽通用、华晨宝马、北汽新能源、泛亚、前途汽车等,且逐步由项目模式转为产品模式,业务将进入高速增长期。在ADAS和自动驾驶领域,目前东软L0级别警告类产品已经在国内外二十余款车型前装量产;实现车辆纵、横向控制的L1级别产品也将在明年前装量产;面向L3、L4级别的条件自动和高度自动驾驶,睿驰推出了新一代的自动驾驶中央域控制器。

减员增效业绩弹性大,管理层增持价倒挂提供安全边际,维持买入

公司未来将通过逐步收缩利润率低的业务,减员增效提升利润率水平。预计公司2017年-2019年归母净利润为4.37亿元、6.71亿元、9.31亿元,对应EPS为0.35元、0.54元、0.75元;对应PE为51倍、33倍、24倍;此前管理层增持均价18.83元,目前股价倒挂,提供安全边际。目前申万一级计算机行业TTM估值64倍,给予公司2017年目标PE 55-65倍,对应目标价19.25-22.75元,维持买入。

风险提示:新能源汽车及汽车电子业务进展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,243
流通A股(百万股)	1,232
52周内股价区间(元)	13.59-20.79
总市值(百万元)	22,365
总资产(百万元)	11,189
每股净资产(元)	6.31

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,752	7,735	7,155	8,979	11,583
+/-%	(0.57)	(0.22)	(7.50)	25.50	29.00
净利润(百万元)	386.36	1,851	437.02	670.89	930.66
+/-%	51.10	379.08	(76.39)	53.52	38.72
EPS(元)	0.31	1.49	0.35	0.54	0.75
PE(倍)	57.86	12.08	51.18	33.34	24.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测与投资建议

收入假设：1) 医疗健康与社会保障业务未来有望保持平稳较快发展，假设该项业务未来保持 10% 的稳定增长；2) 公司汽车电子业务经过多年积累，已进入绝大多数国产汽车品牌供应商，该业务已进入高速增长期；此外，公司新能源汽车动力电池业务 2018 年开始有望加速增长，也将带动智能汽车互联业务实现高速增长。因此假设公司智能汽车互联网业务 2017-2019 年收入增速为 20%、110%、80%；3) 智慧城市业务 2017 年中报下滑 8% 左右，假设 2017 全年下滑 7%，未来两年年均增长 5%；4) 企业互联及其他业务包括国际外包业务、跟企业互联相关的产品及平台型业务，未来公司会逐步收缩利润率低的外包业务，同时产品及平台型收入有望实现快速增长，综合保守给予该项业务年均 5% 的增速；5) 医疗设备及熙康：因公司医疗设备及熙康业务自 2016 年 7 月之后成为公司的参股公司，不再进入合并报表，因此 2016 年收入为 1-7 月份数据，2017-2019 年该项业务收入为 0。

图表1：东软集团分行业收入拆分预测（单位：亿元）

行业	2016	2017E	2018E	2019E
医疗健康与社会保障	14.09	15.50	17.05	18.75
YOY+%		10%	10%	10%
毛利率	34.46%	40%	43%	44%
智能汽车互联	10.94	13.13	27.57	49.63
YOY+%		20%	110%	80%
毛利率	20.28%	25%	29%	31%
智慧城市	22.85	21.25	22.31	23.43
YOY+%		-7%	5%	5%
毛利率	28.34	31%	33%	34%
企业互联及其他	20.65	21.68	22.76	23.90
YOY+%		5%	5%	5%
毛利率	29.12%	30%	33%	37%
医疗设备及熙康（2016年1-7月）	8.82	0	0	0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

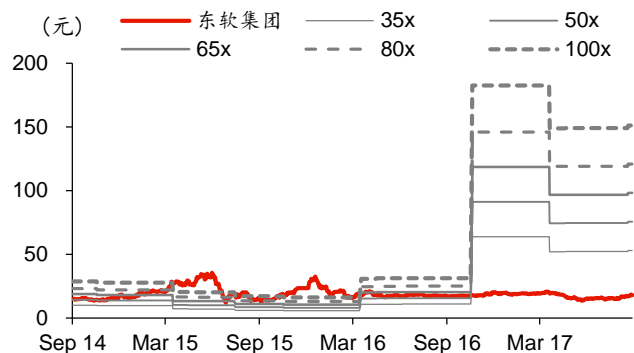
2、毛利率假设：考虑到公司未来将通过逐步收缩利润率低的业务，大力发展毛利率较高的产品型及平台型业务，因此我们假设公司 2017-2019 年毛利率逐年提升 1-2 个百分点，分别提升至 32%、34%、35%。

3、费用假设：因公司医疗设备及熙康业务 2016 年 7 月开始不再合并报表，导致 2017 年合并收入出现一定下滑，因此假设 2017 年营销费用率提升 0.37 个百分点，之后假设营销费用率逐年降低 0.4 个百分点；假设 2017 年管理费用率上升 0.35 个百分点，之后逐年下降 0.5 个百分点。

4、预计公司 2017 年-2019 年归母净利润为 4.37 亿元、6.71 亿元、9.31 亿元，对应 EPS 为 0.35 元、0.54 元、0.75 元；对应 PE 为 51 倍、33 倍、24 倍；此前管理层增持平均价为 18.83 元，目前股价倒挂，提供安全边际。未来管理层不排除继续增持公司股权。目前申万一级计算机行业 TTM 估值 64 倍，给予公司 2017 年目标 PE 55-65 倍，对应目标价 19.25-22.75 元，维持买入。

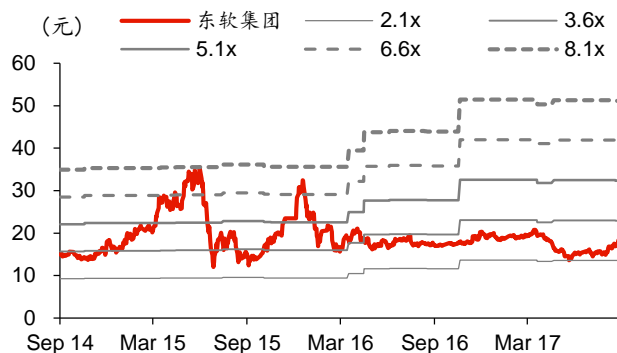
PE/PB - Bands

东软集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

东软集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,419	6,509	6,730	7,426	8,625
现金	3,431	2,836	3,871	4,076	4,565
应收账款	2,198	1,404	1,105	1,306	1,579
其他应收账款	235.39	193.18	178.69	224.26	289.29
预付账款	128.33	52.91	47.93	58.38	74.18
存货	1,334	1,063	1,055	1,271	1,598
其他流动资产	91.36	959.43	471.43	491.53	519.49
非流动资产	4,694	5,241	5,256	5,043	4,831
长期投资	232.55	1,793	1,938	1,938	1,938
固定投资	1,812	1,479	1,520	1,462	1,357
无形资产	755.27	643.10	592.71	542.45	492.14
其他非流动资产	1,893	1,325	1,205	1,100	1,044
资产总计	12,113	11,750	11,986	12,470	13,455
流动负债	4,610	2,997	2,778	3,076	3,579
短期借款	1,073	32.88	208.53	208.53	208.53
应付账款	891.56	843.55	791.98	958.17	1,214
其他流动负债	2,645	2,121	1,777	1,909	2,157
非流动负债	1,110	698.01	878.11	873.33	854.74
长期借款	610.21	300.00	400.00	400.00	400.00
其他非流动负债	499.83	398.01	478.11	473.33	454.74
负债合计	5,721	3,695	3,656	3,949	4,434
少数股东权益	316.14	342.30	162.30	12.30	(87.70)
股本	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243
资本公积	825.10	686.50	686.50	686.50	686.50
留存公积	4,246	5,979	6,234	6,569	7,164
归属母公司股	6,076	7,712	8,168	8,508	9,109
负债和股东权益	12,113	11,750	11,986	12,470	13,455

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	287.46	147.25	1,409	663.42	903.93
净利润	306.45	1,705	257.02	520.89	830.66
折旧摊销	260.79	245.76	219.86	230.58	236.17
财务费用	23.83	16.77	60.00	65.00	70.00
投资损失	(33.05)	(1,603)	5.00	4.00	3.00
营运资金变动	(394.09)	(413.63)	809.82	(203.76)	(285.13)
其他经营现金	123.53	196.29	56.91	46.71	49.23
投资活动现金	(645.40)	(1,058)	(293.63)	(58.35)	(60.45)
资本支出	535.01	537.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	(2.58)	(537.51)	195.88	(2.26)	0.75
其他投资现金	(112.97)	(1,058)	(97.75)	(60.61)	(59.70)
筹资活动现金	1,100	1,072	(79.92)	(400.66)	(353.93)
短期借款	275.89	(1,041)	175.65	0.00	0.00
长期借款	578.21	(310.21)	100.00	0.00	0.00
普通股增加	14.98	0.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	480.93	(138.60)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(250.14)	2,561	(355.57)	(400.66)	(353.93)
现金净增加额	777.49	204.88	1,035	204.41	489.55

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,752	7,735	7,155	8,979	11,583
营业成本	5,320	5,370	4,865	5,926	7,529
营业税金及附加	43.76	66.41	61.43	77.10	99.46
营业费用	734.35	690.89	665.39	799.15	984.57
管理费用	1,440	1,481	1,395	1,706	2,143
财务费用	23.83	16.77	60.00	65.00	70.00
资产减值损失	79.15	45.39	55.36	56.00	54.02
公允价值变动收益	(6.55)	(8.44)	4.00	5.00	6.00
投资净收益	33.05	1,603	(5.00)	(4.00)	(3.00)
营业利润	137.12	1,658	51.16	350.63	706.18
营业外收入	260.20	243.82	247.68	248.48	247.44
营业外支出	2.58	13.67	8.42	9.20	9.68
利润总额	394.74	1,888	290.42	589.91	943.93
所得税	88.29	183.31	33.40	69.02	113.27
净利润	306.45	1,705	257.02	520.89	830.66
少数股东损益	(79.91)	(146.33)	(180.00)	(150.00)	(100.00)
归属母公司净利润	386.36	1,851	437.02	670.89	930.66
EBITDA (倍)	421.74	1,920	331.02	646.21	1,012
EPS (元)	0.31	1.49	0.35	0.54	0.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(0.57)	(0.22)	(7.50)	25.50	29.00
营业利润	40.49	1,109	(96.91)	585.43	101.40
归属母公司净利润	51.10	379.08	(76.39)	53.52	38.72
获利能力 (%)					
毛利率	31.37	30.57	32.00	34.00	35.00
净利率	4.98	23.93	6.11	7.47	8.03
ROE	6.36	24.00	5.35	7.89	10.22
ROIC	3.96	40.72	3.52	13.34	24.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.23	31.45	30.50	31.67	32.95
净负债比率 (%)	29.82	26.61	25.95	24.02	22.56
流动比率	1.61	2.17	2.42	2.41	2.41
速动比率	1.30	1.79	2.01	1.97	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.65	0.60	0.73	0.89
应收账款周转率	3.49	3.96	5.18	6.77	7.30
应付账款周转率	5.79	6.19	5.95	6.77	6.93
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	1.49	0.35	0.54	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.12	1.13	0.53	0.73
每股净资产(最新摊薄)	4.89	6.20	6.57	6.84	7.33
估值比率					
PE (倍)	57.86	12.08	51.18	33.34	24.03
PB (倍)	3.68	2.90	2.74	2.63	2.46
EV_EBITDA (倍)	43.72	9.60	55.71	28.54	18.22

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com