



**买入**

**15% ↑**

目标价格: 人民币 20.77

002065.CH

价格: 人民币 18.09

目标价格基础: 25倍 2012年预测市盈率

板块评级: 中立

**本报告要点**

- 东华软件 2012 年上半年实现营业收入 13.8 亿元, 同比增长 26.22%, 归属上市公司股东净利润 2.26 亿元, 同比增长 31.5%, 折合每股收益 0.43 元, 扣除非经常性损益后净利润为 2.25 亿元, 同比增长 39.8%。
- 自制软件业务增长 75%。
- 公司决定终止非公开发行股票。

**主要催化剂/事件**

- 业绩持续高增长。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8	11	9	4
相对新华富时 A50 指数	12	16	22	22

发行股数(百万)	531
流通股(%)	84.4
流通股市值(人民币 百万)	9,636
3 个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
东华诚信	27.32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 8 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

科技: 软件服务

周中

(8621) 2032 8524

zhong.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070001

# 东华软件

## 业绩符合预期, 终止非公开增发

东华软件 2012 年上半年实现营业收入 13.8 亿元, 同比增长 26.22%, 归属上市公司股东净利润 2.26 亿元, 同比增长 31.5%, 折合每股收益 0.43 元, 扣除非经常性损益后净利润为 2.25 亿元, 同比增长 39.8%。业绩符合我们的预期。公司同时公告终止非公开发行股票方案。我们认为公司是投资中国 IT 服务行业的首选标的, 维持先前盈利预测和买入评级, 目标价 20.77 元, 对应 2012 年 25 倍市盈率。

**支撑评级的要点**

- 业绩持续高增长。上半年公司主营业务收入 13.8 亿元, 同比增长 26.22%。净利润 2.26 亿元, 同比增长 31.5%, 每股收益 0.43 元, 扣非后净利润 2.25 亿元, 同比增长 39.8%。公司上半年经营业绩符合我们的预期。在整体宏观经济下行, 企业普遍收缩 IT 开支的背景下, 公司仍然保持 30% 以上的利润增长, 显示了公司强大的竞争优势。
- 软件业务上半年爆发增长。公司上半年进一步加强了自制软件产品和服务产品的销售, 从而推动了业绩的高增长。自制及定制软件业务收入增长 74.8% 至 1.9 亿元。我们认为公司的加强软件服务业务的战略清晰有效, 未来软件服务业务占比还将进一步提升, 公司正在逐步成长为综合型系统解决方案提供商。
- 系统集成业务收入增速趋缓。上半年公司系统集成业务实现收入 9.56 亿元, 同比增长 14.47%。上半年公司系统集成业务收入增速略慢于行业增长, 这是系统集成业务的特性导致, 公司上半年并未有重大收购发生, 主要靠老客户的新增需求支撑系统集成业务增长。
- 分行业来看, 金融医保行业依然是增速最快的业务领域, 上半年同比增长 33%, 远高于其他行业。一方面印证了金融医疗是目前 IT 领域增长最快的领域之一, 另一方面体现了公司在这一行业的领先地位。
- 毛利率持续上升。综合毛利较去年同期提升 1.4 个百分点至 30.9%, 系统集成业务毛利提升 0.9 个百分点至 16.4%。
- 管理层预计的 2012 年 1-9 月份经营业绩的变动区间为 30%-50%。
- 公司同时公告了董事会《关于终止公司 2012 年度非公开发行股票方案的议案》, 决定终止 6 月 17 日股东大会审议通过的增发预案。理由: 管理层认为经济下行导致部分募投项目产生较大不确定性, 处于保护中小投资者的考虑取消了本次非公开发行。

**主要风险:**

- 宏观经济下滑导致企业 IT 需求减弱。

**估值:**

- 我们此前担心 2012 年完成增发将导致业绩的稀释, 目前这一不利因素消除。我们预计公司 2012-14 年净利润增长分别为 36%、38% 和 37%, 每股收益 0.83、1.14 和 1.57 元。重申 **买入** 评级, 目标价人民币 20.77 元, 对应 25 倍 2012 年市盈率。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,870	2,586	3,381	4,425	5,733
变动(%)	21	38	31	31	30
净利润(人民币 百万)	317	421	572	789	1,083
全面摊薄每股收益(人民币)	0.46	0.61	0.83	1.14	1.57
变动(%)	32	33	36	38	37
全面摊薄市盈率(倍)	39	30	22	16	12
每股现金流量(人民币)	0.05	0.03	0.11	0.05	0.12
价格/每股现金流量(倍)	380	679	163	400	146
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39	28	22	16	12
每股股息(人民币)	0.06	0.15	0.25	0.34	0.47
股息率(%)	0.35	0.85	1.38	1.90	2.60

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	11年 上半年	12年 上半年	同比变动(%)	11年 2季度	12年 2季度	同比变动(%)
营业收入	1,096	1,384	26.2	651	809	24.3
减: 营业成本	774	958	23.9	466	555	19.1
营业毛利	322	425	31.8	185	255	37.3
减: 营业税费及附加	8	11	33.9	4	6	44.4
减: 销售费用	56	68	22.2	26	36	37.0
减: 管理费用	90	140	56.0	42	73	72.7
减: 财务费用	2	5	155.7	1	3	101.1
减: 资产减值损失	-	(3)	-	-	-3	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
加: 投资收益	-	2	-	-	-	-
加: 汇兑收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	167	206	23.5	111	139	25.6
加: 营业外收入	19	35	82.4	0	7	1,527.7
减: 营业外支出	0	0	(11.4)	0	0	(11.6)
利润总额	186	241	29.7	111	146	31.5
减: 所得税	14	15	7.8	10	12	24.1
净利润(含少数股东损益)	172	226	31.5	102	134	32.2
减: 少数股东损益	(0)	(0)	-	-	(0)	-
净利润(不含少数股东损益)	172	226	31.5	102	134	32.2

资料来源: 公司公告

## 2012 年上半年业绩保持高速增长

业绩持续高增长。上半年公司主营业务收入 13.8 亿元, 同比增长 26.22%。净利润 2.26 亿元, 同比增长 31.5%, 每股收益 0.43 元, 扣非后净利润 2.25 亿元, 同比增长 39.8%。公司上半年经营业绩符合我们的预期。在整体宏观经济下行、企业普遍收缩 IT 开支的背景下, 公司仍然保持 30% 以上的利润增长, 显示了公司在行业内具有较强的竞争优势。

公司服务的客户行业比较分散, 但是都是处于国民经济的核心领域。公司重点行业是金融保险医疗、电力水利铁路、通信、石化等垄断行业, 客户以大型企业集团为主, 中小型企业较少, 因此公司在宏观经济不景气时抗风险能力较强。分行业来看, 上半年金融医疗信息化依然是增速最快的行业, 达到 35.5%, 石化、政府等行业增速也不错。通信行业、制造业等 IT 支出明显增速放缓, 从公司的收入中也可以体现。

**图表 2. 收入-分行业**

	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减 (%)	毛利率比上年同 期增减 (百分点)
通信行业	187	30.8	8.77	0.64
电力水利铁路交通行业	233	30.4	14.21	0.95
石油化工行业	27	31.2	21.44	2.91
政府行业	92	27.7	15.05	0.18
金融保险医保行业	608	32.7	35.55	1.45
计算机服务业	64	27.6	13.31	1.63
制造业	39	22.6	9.81	2.65
其他	87	30.1	18.43	2.34

资料来源: 公司公告

**图表 3. 公司收入分产品情况**

(人民币, 百万)	收入			成本			毛利率 (%)		
	2011 上半年	2012 上半年	增速(%)	2011 上半年	2012 上半年	增速(%)	2011 上半年	2012 上半年	百分点变动
系统集成	835	956	14	706	800	13	15.4	16.4	0.9
自制及定制软件	109	190	75	17	61	254	84.1	67.8	(16.3)
技术服务	148	190	29	46	62	35	69.0	67.5	(1.5)
<b>合计</b>	<b>1,096</b>	<b>1,384</b>	<b>26</b>	<b>774</b>	<b>958</b>	<b>24</b>	<b>29.5</b>	<b>30.9</b>	<b>1.4</b>

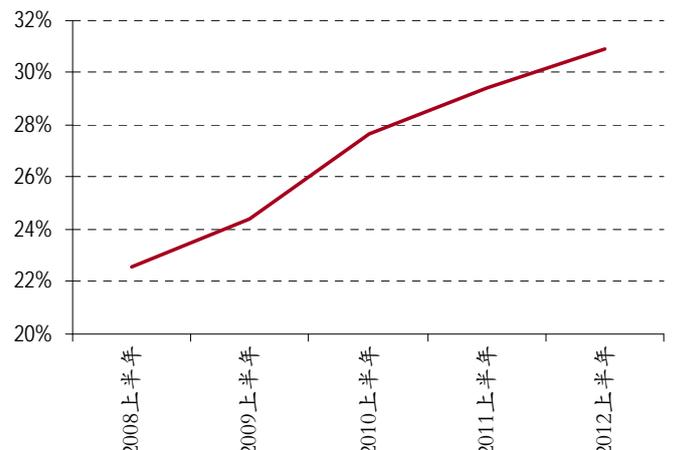
资料来源 公司公告, 中银国际研究

### 毛利率稳步提升

我们一直认为公司的一大竞争优势是规模效应, 由此带来公司毛利率不断提升。规模效应体现在: 一方面, 公司作为国内规模较大的系统集成商, 掌握了庞大的客户资源和渠道资源, 随着采购规模的扩大对上游软硬件供应商的议价能力也逐步提高; 另一方面, 公司通过内生和外延发展不断扩充软硬件产品线, 实现对同一客户群体的交叉销售从而获得高成长。自上市之后, 公司的综合毛利率就一直处于稳定上升的通道中。12 年上半年公司的综合毛利率较去年同期提高 1.4 个百分点至 30.9%。其中系统集成业务毛利率提升 0.9 个百分点, 达到 16.4%。

**图表 4. 过去 6 年综合毛利率变化情况**


资料来源: 公司公告, 中银国际研究部

**图表 5. 过去 5 年上半年毛利率变化情况**


资料来源: 公司公告, 中银国际研究部

公司同时公告了董事会《关于终止公司 2012 年度非公开发行股票方案的议案》, 决定终止 6 月 17 日股东大会审议通过的增发预案。理由是管理层认为未来经济走势对 IT 市场的影响具有不确定性, 将导致部分募投项目的建设产生不确定性, 为保护公司股东、特别是中小投资者的利益, 公司计划终止实施本次非公开发行股票事宜。

### 盈利预期及评级

我们预计公司 2012-14 年净利润增长分别为 36%、38%和 37%, 每股收益 0.83、1.14 和 1.57 元。重申**买入**评级, 目标价人民币 20.77 元, 对应 25 倍 2012 年市盈率。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,870	2,586	3,381	4,425	5,733
销售成本	(1,332)	(1,809)	(2,372)	(3,052)	(3,910)
经营费用	(176)	(279)	(326)	(403)	(453)
息税折旧前利润	362	499	683	970	1,370
折旧及摊销	(26)	(29)	(74)	(128)	(222)
经营利润(息税前利润)	337	470	609	841	1,149
净利息收入/(费用)	0	(7)	(10)	(2)	9
其他收益/(损失)	10	(1)	27	24	28
税前利润	346	461	626	863	1,186
所得税	(29)	(40)	(54)	(75)	(103)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	317	421	572	789	1,083
每股收益(人民币)	0.5	0.6	0.8	1.1	1.6
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5
收入增长(%)	21	38	31	31	30
息税前利润增长(%)	43	40	30	38	37
息税折旧前利润增长(%)	42	38	37	42	41
每股收益增长(%)	32	33	36	38	37

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	346	461	626	863	1,186
折旧与摊销	26	29	74	128	222
净利息费用	(2)	(6)	1	(3)	(9)
运营资本变动	(328)	(398)	(132)	(268)	(294)
税金	(1)	(40)	(54)	(75)	(103)
其他经营现金流	(14)	31	(187)	(257)	(443)
经营活动产生的现金流	27	76	329	389	558
购买固定资产净值	(22)	(76)	(145)	(189)	(245)
投资减少/增加					
其他投资现金流	(2)	18	0	0	0
投资活动产生的现金流	(24)	(58)	(145)	(189)	(245)
净增权益	2	0	0	0	0
净增债务	192	(3)	0	0	0
支付股息	(25)	(66)	(106)	(172)	(237)
其他融资现金流	(152)	66	(1)	3	9
融资活动产生的现金流	17	(3)	(107)	(169)	(228)
现金变动	20	14	77	31	85
期初现金	412	432	450	526	558

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	432	450	526	558	643
应收帐款	552	789	1,031	1,349	1,748
库存	789	1,202	1,476	1,752	2,056
其他流动资产	136	158	181	234	302
流动资产总计	1,909	2,598	3,215	3,893	4,748
固定资产	141	214	509	832	1,296
无形资产	6	6	4	4	2
其他长期资产	323	537	537	532	537
长期资产总计	470	758	1,051	1,368	1,835
总资产	2,379	3,356	4,265	5,261	6,583
应付帐款	269	239	341	438	561
短期债务	140	204	204	204	204
其他流动负债	396	646	987	1,269	1,622
流动负债总计	806	1,088	1,532	1,911	2,387
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	426	531	690	690	690
储备	1,145	1,737	2,043	2,660	3,507
股东权益	1,571	2,267	2,733	3,350	4,197
少数股东权益	3	0	0	0	0
总负债及权益	2,379	3,356	4,265	5,261	6,583
每股帐面价值(人民币)	4	4	4	5	6
每股有形资产(人民币)	6	6	6	8	10
每股净负债/(现金)(人民币)	(1)	0	0	(1)	(1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19	19	20	22	24
息税前利润率(%)	18	18	18	19	20
税前利润率(%)	19	18	19	20	21
净利率(%)	17	16	17	18	19
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2	2	2	2	2
利息覆盖率(倍)	1,970	67	69	452	(154)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3	2	3	3	3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39	30	22	16	12
市净率(倍)	5	4	5	4	3
价格/现金流(倍)	380	679	163	400	146
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39	28	22	16	12
<b>周转率</b>					
存货周转天数	202	204	215	202	186
应收帐款周转天数	87	95	98	98	99
应付帐款周转天数	57	52	47	49	49
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14	25	30	30	30
净资产收益率(%)	20	19	21	24	26
资产收益率(%)	13	13	13	15	16
已运用资本收益率(%)	22	20	23	25	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371