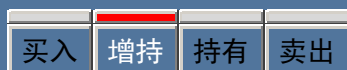


证券研究报告

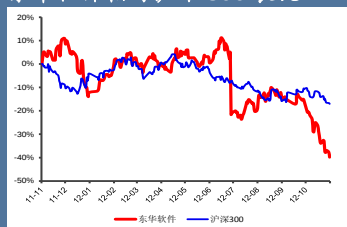
公司研究——事项点评

东华软件（002065.sz）



上次评级: 增持 2012.10.25

东华软件相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-11-20)

收盘价 (元)	12.60
52 周内股价波动区间 (元)	12.43-23.9
最近一月涨跌幅 (%)	-28.16
总股本 (亿股)	6.90
流通 A 股比例 (%)	85.61
总市值 (亿元)	86.94

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱:

biantiecheng@cindasc.com

相关研究

《稳健增长 盈利能力不断增强》
2012.10.25

公司经营情况良好 募投项目前景乐观

2012 年 11 月 22 日

事件: 东华软件公司公告发行可转债预案, 拟发行可转债规模不超过 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、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、新一代 IT 运维管理系统项目等六个项目。

点评:

◆ **募投项目前景乐观, 将提升公司竞争力。** 本次募集资金投向云计算、智慧城市等项目, 符合当前产业发展趋势, 而且结合了公司业务所处重点行业, 通过这些项目的建设, 有助于公司深化主营业务, 提升为用户提供全面解决方案及优质服务的能力, 巩固行业领先地位。

◆ **公司经营情况良好, 融资有助于公司快速增长。** 2012 年前三个季度, 公司各项财务指标保持稳定, 说明公司经营情况良好。通过融资投向云计算、智慧城市等方面新产品和新技术, 不仅为公司长远快速增长做好准备, 而且也有助于缓解由于业务规模增长带来的流动资金不足的压力。

◆ **盈利预测:** 尽管当前面临中国宏观经济下滑的压力, 但国内金融、电力、政府等重点领域信息化需求仍比较强劲, 而且目前公司订单情况良好, 因此暂维持原来预测不变。我们预计, 公司 2012~2014 年公司每股收益分别为 0.8 元、1.04 元、1.31 元。目前股价对应市盈率分别为 15 倍、11 倍、9 倍。近期受软件板块拖累以及对公司经营情况的担忧, 公司股价出现了较大幅度下跌, 目前估值水平已处于较低水平, 维持“增持”评级。

◆ **风险因素:** 人力成本继续攀升造成成本、费用的增长; 电力、金融等领域信息化投资放缓。

募投项目前景美好

募投项目介绍

东华软件公司本次拟公开发行可转换公司债券，募集资金不超过 10 亿元人民币，募集资金在扣除发行费用后拟投向以下项目：

表 1：公司募投资金拟投资项目

	项目名称	项目总投资（万元）
1	东华基础架构云平台项目	8418.96
2	中小商业银行一体化云服务平台项目	33029.34
3	区域性数字医疗服务信息云平台项目	19425.16
4	智慧城市一体化解决方案项目	13657.35
5	智慧矿山一体化信息平台项目	10258.26
6	新一代 IT 运维管理系统项目	14621.78
	合计	99410.85

资料来源：公司公告、信达研发中心

东华基础架构云平台主要提供满足用户应用场景的 IaaS（基础设施即服务）层云解决方案，从物理资产管理到虚拟化资源管理，结合 ITIL V3 最佳实践的服务管理，提供基于基础架构的 IT 服务；

中小商业银行一体化云服务平台项目是在现有系统应用软件基础上（已有核心系统、信贷、财务、报表、数据中心等），通过云计算技术的引进，对现有应用系统的业务进行整合，并对所应用的技术进行升级改造，以软硬件托管的方式（云工作平台）实现中小商业银行整体解决方案，从而能更高效地为中小商业银行发展提供业务及技术保障；

区域性数字医疗服务信息云平台项目为软件研发项目，主要为一套面向政府医疗管理部门、各级医疗机构的区域性医疗一体化信息服务平台；

智慧城市一体化解决方案项目建设的主要内容是对“智慧城市”中的应急指挥、平安城市、智能交通和智慧水利四个核心子模块进行功能优化升级建设及一体化整合改造；

智慧矿山一体化信息平台项目建设的内容是升级、研发及产业化面向煤矿开采企业的一体化信息化平台；

新一代 IT 运维管理系统项目拟通过自主研发和技术创新建设新一代 IT 运行维护管理系统。

从上述内容来看，公司本次发行投资项目都与当前产业热点如云计算、智慧城市直接相关，而且在公司现有业务及其重点行业如金融、医疗卫生等基础上拓展的，因此如果项目研发顺利完成，不仅具有良好的市场前景，而且有利于公司深化主营业务，提升为用户提供全面解决方案及优质服务的能力，巩固行业领先地位。

非公开增发改为公开发行可转换债券

2012 年 6 月 2 日，公司曾公告《非公开发行股票预案》，计划非公开发行不超过 3610 万股股票，募集资金总额不超过 60239.8 万元，募集资金用于中小商业银行一体化云服务平台、东华软件区域性数字医疗服务信息云平台项目和新一代 IT 运维管理系统项目等三个项目。但 8 月 28 日，公司公告终止增发，终止理由是“经济形势前景不明朗，未来经济走势对 IT 市场的影响不确定，致使部分募投项目的建设产生不确定性”。

本次发行投资项目不仅包括原有三个项目，而且新增三个项目。对比两次融资方案，我们认为，非公开增发改为公开发行可转换债券理由不充分。因为近期国内经济形势并未发生明显变化，导致增发终止的因素并未消除为什么又要融资投资这些项目？目前我们不了解具体原因，有待后续调研后给出答案。

公司经营情况良好，融资有助于公司持续快速增长

从公司历年财务数据来看，2012 年公司各项财务指标保持稳定，说明公司经营情况没有发生根本性变化。但通过融资投资云计算、智慧城市等方面新产品和新技术，不仅为公司长期快速增长做好准备，而且也有助于缓解由于业务规模增加带来的流动资金不足的压力。下面我们选取一些与公司业务相近的上市公司对比一下，也许能够说明公司当前的经营情况。

营运能力

从历史财务数据来看，公司存货周转率保持稳定，应收账款周转率持续下降。2012 年前三季度，公司存货周转率和应收账款周转率与上年同期相比均略有下降。

从下表数据来看，与同业上市公司相比，公司存货周转率相对较低，营运周期明显偏高。从这两个指标来看，只有银江股份与东华软件比较接近，而且两家还有一个共同点——营收持续快速增长。

表 2：部分系统集成上市公司周转率指标比较

	存货周转率		应收账款周转率		营业周期	
	2011 年	2012 年 3Q	2011 年	2012 年 3Q	2011 年	2012 年 3Q
东华软件	1.8	1.1	4.8	2.5	276.7	357.4
太极股份	63.5	30.2	3.8	2.3	101.3	128.9
联信永益	3.8	1.3	3.8	1.8	190.0	350.6
中海科技	4.5	4.4	11.6	4.3	111.8	124.9

榕基软件	4.8	2.7	11.7	7.1	105.2	136.4
银江股份	1.7	1.3	3.7	2.5	312.5	316.9
银信科技	21.3	24.0	4.2	2.0	102.5	149.6
天玑科技	4.6	4.1	5.2	2.4	148.9	177.2
同有科技	10.4	4.7	4.9	2.0	108.3	195.2
华虹计通	10.8	5.8	5.2	1.7	101.9	206.4
航天信息	13.3	8.4	26.1	13.3	40.8	52.6
华胜天成	5.7	3.9	4.2	2.2	148.9	191.5
湘邮科技	3.4	1.7	4.0	2.4	196.3	271.5

资料来源：WIND、信达研发中心

说明：上表中营运周期是指从取得存货开始到销售存货并收回现金为止的时间长度，等于存货周转天数加上应收账款周转天数。

偿债能力

从公司历史财务数据来看，2007 年以来反映公司偿债能力的指标保持稳定。2012 年前三季度，公司流动比率、速动比率等与上年同期相比基本保持稳定。

但与同业上市公司相比，公司的速动比率相对较低，主要因为公司存货占流动资产的比例相对较高。

表 3：部分系统集成上市公司短期偿债能力对比

	流动比率		速动比率		存货占比	
	2011 年	2012 年 3Q	2011 年	2012 年 3Q	2011 年	2012 年 3Q
东华软件	2.4	2.4	1.3	1.3	46.3%	45.7%
太极股份	2.1	1.5	2.0	1.4	2.1%	3.4%
联信永益	2.5	1.5	2.0	1.0	19.2%	33.4%
中海科技	3.1	4.0	2.7	3.8	14.2%	5.0%
榕基软件	14.8	7.7	14.0	7.0	5.9%	9.3%
银江股份	1.8	1.6	1.1	1.0	35.1%	33.6%
银信科技	6.8	4.1	6.7	4.1	2.0%	2.1%
天玑科技	6.7	6.3	6.3	5.9	5.8%	6.2%
同有科技	3.8	15.1	3.5	14.6	6.3%	3.7%
华虹计通	2.0	3.3	1.9	3.2	8.2%	4.0%
航天信息	3.7	2.8	3.2	2.3	11.4%	18.5%

华胜天成	2.4	2.3	1.9	1.8	19.8%	21.3%
湘邮科技	2.3	2.2	1.7	1.4	29.1%	35.9%

资料来源：WIND、信达研发中心

2012 年变化较大的财务科目

从 2012 年第三季度财务报告数据来看，变动幅度较大的科目有货币资金、应收票据、应收账款、预收账款、短期借款等，但其中大多与 2012 年公司承接的合同增加有关。不过，财务费用增长比较快，2012 年前三季度为 860 万元，同比增长 83.51%，主要因为短期借款由上年同期的 1.28 亿元增加至 2.88 亿元。

盈利预测和投资建议

尽管当前面临中国宏观经济下滑的压力，但国内金融、电力、政府等重点领域信息化需求仍比较强劲，而且目前公司订单情况良好，因此暂维持原来预测不变。我们预计，公司 2012~2014 年公司每股收益分别为 0.8 元、1.04 元、1.31 元。目前股价对应市盈率分别为 15 倍、11 倍、9 倍。近期受软件板块拖累以及对公司经营情况的担忧，公司股价出现了较大幅度下跌，目前估值水平已处于较低水平，维持“增持”评级。

风险提示

人力成本继续攀升造成成本、费用的增长；电力、金融等领域信息化投资放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,909.01	2,597.96	3,197.06	4,142.79	5,270.68
现金	432.23	449.72	350.71	590.27	1,006.77
应收账款	30.38	68.48	84.90	108.12	131.60
其它应收款	437.89	650.67	848.97	1,081.17	1,316.03
预付账款	105.96	89.17	151.50	189.98	228.65
存货	788.79	1,202.02	1,623.08	2,035.36	2,449.73
其他	113.77	137.90	137.90	137.90	137.90
非流动资产	469.80	757.74	793.86	834.72	882.23
长期投资	40.72	40.72	40.72	40.72	40.72
固定资产	140.73	214.31	244.89	289.22	335.81
无形资产	5.58	6.01	7.14	8.16	9.06
其他	282.78	496.70	501.11	496.62	496.64
资产总计	2,378.80	3,355.70	3,990.92	4,977.51	6,152.92
流动负债	805.56	1,088.20	1,276.13	1,547.72	1,821.92
短期借款	140.00	203.90	203.90	203.90	203.90
应付账款	119.05	169.76	215.44	270.17	325.17
其他	546.51	714.55	856.78	1,073.65	1,292.85
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	805.56	1,088.20	1,276.13	1,547.72	1,821.92
少数股东权益	2.55	0.10	0.10	0.10	0.10
归属母公司股东权益	1,570.70	2,267.40	2,714.70	3,429.70	4,330.90
负债和股东权益	2378.80	3355.70	3990.92	4977.51	6152.92

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,870.16	2,586.39	3,395.89	4,324.68	5,264.12
同比	20.74%	38.30%	31.30%	27.35%	21.72%
归属母公司净利润	317.33	420.96	553.44	715.00	901.20
同比	31.66%	32.65%	31.47%	29.19%	26.04%
毛利率	29.77%	31.05%	31.72%	32.77%	33.52%
ROE	22.14%	21.94%	22.22%	23.27%	23.23%
每股收益(元)	0.46	0.61	0.80	1.04	1.31
P/E	27	21	16	12	10
P/B	4.3	2.9	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.71	13.85	13.44	10.46	8.33

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,870.16	2,586.39	3,395.89	4,324.68	5,264.12
营业成本	1,313.41	1,783.39	2,318.69	2,907.65	3,499.61
营业税金及附加	18.43	25.88	31.99	40.74	49.59
营业费用	64.83	113.23	169.79	216.23	263.21
管理费用	136.91	194.19	305.63	389.22	473.77
财务费用	0.18	7.48	7.71	9.13	9.23
资产减值损失	9.98	18.25	0.42	0.54	0.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	326.42	444.02	561.65	761.16	968.05
营业外收入	20.41	16.99	53.50	33.50	33.50
营业外支出	0.66	0.19	0.21	0.21	0.21
利润总额	346.17	460.81	614.94	794.45	1,001.33
所得税	28.84	39.91	61.49	79.44	100.13
净利润	317.33	420.91	553.44	715.00	901.20
少数股东损益	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	317.33	420.96	553.44	715.00	901.20
EBITDA	374.50	497.42	662.23	850.41	1,067.92
EPS (摊薄)	0.46	0.61	0.80	1.04	1.31

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	27.22	75.68	90.51	336.33	530.53
净利润	317.33	420.91	553.44	715.00	901.20
折旧摊销	26.64	30.14	41.56	50.24	60.86
财务费用	1.68	6.47	5.72	5.72	5.72
投资损失	投资损	0.00	-0.05	0.00	0.00
营运资金变动	-327.66	-398.25	-510.61	-435.13	-437.85
其它	9.22	16.47	0.38	0.49	0.59
投资活动现金流	-24.23	-58.24	-77.64	-91.05	-108.31
资本支出	-22.23	-76.01	-77.64	-91.05	-108.31
长期投资	0.00	-1.90	0.00	0.00	0.00
其他	-2.00	19.67	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	17.30	-3.29	-111.87	-5.72	-5.72
吸收投资	2.45	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	40.00	63.90	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	25.15	66.34	111.87	5.72	5.72
现金净增加额	20.24	14.10	-99.01	239.56	416.50

分析师简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

软控股份（002073）	远光软件（002063）	东华软件（002065）	海隆软件（002195）
御银股份（002177）	大华股份（002236）	广电运通（002152）	北斗星通（002151）
北纬通信（002148）	超图软件（300036）	用友软件（600588）	同方股份（600100）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。