

客户资源优异，今年预期乐观

——东华软件 (002065) 2012 年报点评

民生精品——简评报告/计算机应用行业

2013 年 4 月 10 日

一、事件概述

东华软件公布 2012 年年报。公司全年实现营业收入 34.91 亿元，同比增长 34.99%，营业利润 5.67 亿元，同比增长 27.83%，归属于母公司净利润 5.69 亿元，增长 35.21%；基本符合此前预期。

二、分析与判断

➤ 2012 年收入继续保持 30% 以上增长，毛利稳定，费用增长较快

2012 年公司营收增长 34.99%，主要得益于 2011 年累积订单所致，熨平了经济下滑带来的负面影响。毛利维持在 31%，但由于人员薪资增加导致公司费用增长较快。得益于增值税退税带来的营业外收入的增加，使得税后净利润仍然实现了 35% 的增长。

➤ 分行业看：金融保险医疗行业继续实现 51% 的高增长

分行业看，金融保险医保行业实现收入 16.54 亿，同比增长 51.18%，公司此项业务连续两年保持 50% 以上增速，充分说明金融保险医保行业较高景气度。公司在金融领域进行了“金融云”的业务模式创新，并成功签约 60 家村镇银行；中标国家开发银行全国骨干网项目；连续签约中国人民银行信息中心、灾备中心、生产中心、多个私有云建设项目以及清算中心企业管理信息系统软件项目。医疗行业，公司在 HIS 领域继续获得多家医院的新订单，且在区域卫生医疗领域及新医改系统建设领域也收获颇丰。

除此之外，政府行业（增长 20.16%）、通信行业（增长 18.22%）、电力水利交通行业（增长 14.46%）也分别取得了较好的业绩。且注意到各行业年报营收增速都高于半年报营收增速，意味着经济下滑对公司的影响在去年下半年有所减小。

➤ 软件与服务收入占比持续上升，毛利率保持稳定

2012 年公司毛利维持在 31.33% 的水平，较之 2011 年略有提升。公司自有软件占比维持在 13% 左右，而技术服务收入占比则提升至 15%，公司软件和服务占比稳定有助于维持毛利。

➤ 受人员工资上涨及研发投入加大影响，期间费用增长较快，但奠定提升软件产品基础

公司人员费用增长 67%，研发费用增长 52%，导致公司销售费用增长 29.3%，管理费用更是大增 73.41%。人员工资的上涨有助于稳定公司团队架构，而持续投入研发则为公司未来进一步提升自有软件产品奠定基础。

➤ 四季度现金流大幅改善，现金流量表质量提升

截止去年年底，公司经营现金流净额达到 1.66 亿，同比增长 119.52%，而前三季度经营性现金流净额才 4400 万元，说明四季度公司收现及回款情况良好，公司现金流状况得到大幅改善。

➤ 应收账款增幅增速较快，但都是优质客户，回款概率极大

截止 2012 年底，公司应收账款达到 10 亿（去年 3 季度为 10.09 亿，半年报为 9.57 亿，因此应收账款的增加来自去年上半年），较之 2011 年增长 55%。随着公司规模的不扩大，尤其是大额合同项目近年来持续增长，大额合同的应收账款回款周期相对较长，导致公司应收账款周转天数略有增加，应收账款金额增长幅度较大。公司应收账款前 5 大客户主要是农行、山西移动、华夏银行、安徽省农信社、人寿保险等，我们认为款项风险较小，回收概率极大。

存货方面，去年年底公司存货达到 13.39 亿（去年 3 季度为 13.59 亿），增长 11.46%，较之去年同期增速大幅放缓。

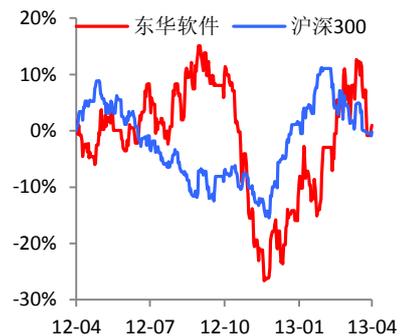
强烈推荐

维持评级

交易数据 (2013-4-9)

收盘价 (元)	16.54
近 12 个月最高/最低	19/11.75
总股本 (百万股)	689.97
流通股本 (百万股)	590.65
流通股比例%	85.61
总市值 (亿元)	114.95
流通市值 (亿元)	97.69

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

相关研究

1. 《关注稳定成长与业务转型的价值-东华软件调研报告》，20110131
2. 《毛利持续提升，成本控制能力优异-东华软件一季报点评》，20110427
3. 《软件收入占比下降不影响全年预期-东华软件半年报点评》，20110823

➤ **公司首次披露前五大客户，皆为金融电信领域优质客户**

公司 2012 年前五大客户分别是工行、山西移动、华夏银行、人民银行、农业银行，且前五大客户营收占比达到 22.88%，公司优异的客户资源既是公司订单议价能力和较高毛利的来源，也是公司技术能力的体现。

➤ **受宏观经济影响，2012年新签合同增长4.2%，但预计今年行业景气度将回暖**

2012 年公司新签合同达到 39.69 亿元，比去年同期增长 4.2%。订单增长较慢的原因一方面在于 2011 年订单基数较大，另一方面则也说明宏观经济对公司仍然形成了较大影响。但根据我们对各行业公司 IT 支出的调研情况，我们预计今年企业 IT 支出将回暖，系统集成行业景气度将提升。另外，由于公司的主要客户集中在金融、电信、医疗等领域，预计客户 IT 支出回升弹性更大。

➤ **公司对2013年预期乐观，预计主营利润增长有望达到40%左右**

公司计划 2013 年实现营业收入将达到 44 亿元，营业成本约 29.5 亿元，期间费用 6 亿元，由此估算，公司营业利润将达到 8.06 亿，同比增长 40% 左右。我们认为，在经济景气复苏以及内生+外延并举发展的背景下，公司实现此业绩目标的概率较大。

三、 盈利预测与投资建议

我们预计 2013/2014/2015 年 EPS 分别为 1.15 元/1.5/1.99 元，对应动态市盈率分别为 14x/11x/8x。在系统集成行业景气度回暖背景下，公司作为行业内客户资质最好、盈利能力最强的公司，有望在今年继续实现净利润 35% 以上的增长。维持“**强烈推荐**”评级。

四、 风险提示：

(1) 宏观经济下行使得下游行业投入放缓；(2) 宏观经济下行导致回款较慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,491	4,477	5,848	7,609
增长率(%)	34.99%	28.22%	30.64%	30.10%
归属母公司股东净利润(百万元)	569	793	1,033	1,373
增长率(%)	35.21%	39.31%	30.24%	32.94%
每股收益(元)	0.82	1.15	1.50	1.99
毛利率(%)	31.3%	32.9%	32.4%	32.3%
净资产收益率 ROE(%)	20.6%	23.2%	23.2%	23.6%
每股净资产(元)	4.01	4.96	6.45	8.44
PE	20.05	14.39	11.05	8.31
PB	4.13	3.34	2.56	1.96

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	3,491	4,477	5,848	7,609
减: 营业成本	2,397	3,004	3,951	5,151
营业税金及附加	20	40	52	68
销售费用	146	179	234	304
管理费用	337	423	545	673
财务费用	14	9	2	(5)
资产减值损失	11	12	15	10
加: 投资收益	2	2	3	4
二、营业利润	568	812	1,053	1,411
加: 营业外收支净额	48	50	69	80
三、利润总额	616	862	1,123	1,492
减: 所得税费用	47	69	90	119
四、净利润	569	793	1,033	1,373
归属于母公司的利润	569	793	1,033	1,373
五、基本每股收益(元)	0.82	1.15	1.50	1.99
主要财务指标				
项目(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	17.90	13.66	10.29	7.44
成长能力:				
营业收入同比	34.99%	28.22%	30.64%	30.10%
营业利润同比	27.8%	43.0%	29.6%	34.1%
净利润同比	35.21%	39.31%	30.24%	32.94%
营运能力:				
应收账款周转率	4.22	4.80	5.91	5.90
存货周转率	2.75	3.00	3.07	3.05
总资产周转率	0.95	1.07	1.18	1.19
盈利能力与收益质量:				
毛利率	31.3%	32.9%	32.4%	32.3%
净利率	16.3%	17.7%	17.7%	18.0%
总资产净利率 ROA	14.2%	18.2%	18.5%	19.1%
净资产收益率 ROE	20.6%	23.2%	23.2%	23.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.57	2.69	3.12	3.31
资产负债率	31.0%	29.1%	26.4%	25.5%
每股指标:				
每股收益	0.82	1.15	1.50	1.99
每股经营现金流量	0.24	1.02	0.74	1.00
每股净资产	4.01	4.96	6.45	8.44

资料来源: 民生证券研究院

资产负债表				
项目(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	476	805	1,133	1,606
应收票据	71	18	24	31
应收账款	1,005	859	1,122	1,459
预付账款	138	141	145	150
其他应收款	174	307	401	521
存货	1,340	1,646	2,165	2,823
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	3,204	3,775	4,988	6,590
长期股权投资	41	40	40	40
固定资产	236	238	243	247
在建工程	16	10	7	5
无形资产	16	15	14	14
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	807	581	582	583
资产总计	4,010	4,356	5,570	7,174
短期借款	236	288	138	87
应付票据	117	123	162	212
应付账款	244	206	271	353
预收账款	491	662	884	1,173
其他应付款	25	16	22	28
应交税费	35	20	20	20
其他流动负债	95	110	123	141
流动负债合计	1,245	1,405	1,599	1,993
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,245	1,405	1,599	1,993
股本	690	690	690	690
资本公积	623	623	623	623
盈余公积	159	159	159	159
未分配利润	1,294	1,949	2,982	4,355
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,766	3,421	4,454	5,827
负债和股东权益合计	4,010	4,826	6,053	7,820
现金流量表				
项目(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	166	703	508	692
投资活动现金流量	(88)	1	1	2
筹资活动现金流量	(49)	43	(153)	(46)

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，8年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。4年证券研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。