

东华软件(002065)

公司研究/跟踪报告

全面布局智慧城市，深入挖掘客户需求

---东华软件(002065)跟踪报告

民生精品---跟踪报告/计算机及信息服务业

2013年5月13日

报告摘要:

● 全面布局智慧城市领域

(1) 医疗领域: 公司目前的业务可比卫宁软件(HIS)+万达信息(区域医疗信息化)+用友医疗(HRP), 致力于为医疗信息化提供全面解决方案。综合来看, 我们认为公司是医疗信息化/智慧医疗市场的重要受益者。

(2) 金融领域: 公司是国内少数的大型商业银行IT服务商, 其客户包括四大银行、及多家大型股份制银行等。公司司以华夏银行的核心业务系统与外围系统作为突破口, 不断将华夏银行的系统构建经验拓展至其他中小银行, 形成了稳定的增长路径。

(3) 平安城市: 东华在“智慧城市”中的应急指挥、平安城市、智能交通和智慧水利具有一体化建设及整合经验。

(4) 农产品物流+食品溯源: 农产品流通平台与食品溯源系统相关性很大, 公司凭借在流通平台上积累的丰富经验和成功案例, 有望抢占较多的食品溯源市场份额。

● 大量优质客户资源和强大客户粘性

通过在行业内十几年的深耕, 公司在医疗、金融、电信、政府、交通、烟草、科教、国防和制造业等多个领域积累了广泛的客户资源, 拥有较高的市场知名度和客户认可度。公司具备较强的客户粘性, 且深度参与优质客户的IT建设, 充分受益于优质企业信息化的发展。

● 商业模式与时俱进, 提前布局云转型

由于行业天花板足够高, 因此目前公司在商业模式上并不存在像用友那样的转型必要性, 但云计算对于软件行业带来的影响仍然值得重视。公司在医疗和金融两个优势行业中进行了云模式的转型尝试, 通过云模式来覆盖一二级医院和村镇银行, 从而最大化利用资源, 提升营运效率。

● 维持“强烈推荐”, 估值具有显著提升空间

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17x/13x/9x。目前整个计算机板块2013年动态PE(整体法)为22.66X, 其他智慧城市标的(如万达信息、卫宁软件、易华录、银江股份等)动态估值基本在30x以上, 而公司2013年PE仅为17x, 具有较大提升空间。

● 风险提示

(1) 宏观经济下行导致行业需求下滑; (2) 宏观经济下行导致回款较慢; (3) 公司并购不及预期。

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	1.5	1.99
PE	23.82	17.1	13.13	9.88
PB	4.9	3.96	3.04	2.33

资料来源: 民生证券研究院

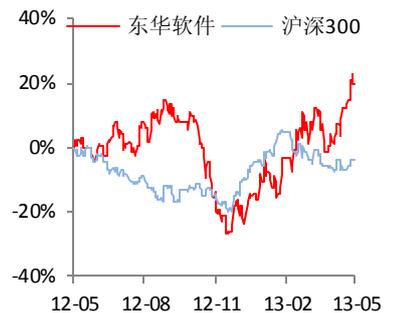
强烈推荐

维持评级

交易数据(2012-5-10)

收盘价(元)	19.65
近12个月最高/最低	20.4/11.75
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)	135.58
流通市值(亿元)	116.06

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

- 《集行业大成, 初现行业解决方案厂商形—东华软件调研报告》, 20121115
- 《客户资源优异, 今年预期乐观-东华软件2012年年报点评》, 20130410
- 《主营快速增长, 毛利持续提升-东华软件2013年一季报点评》, 20130424

目录

一、全面布局智慧城市领域.....	3
1、综合医疗信息化服务商，具备较强的竞争力.....	3
1.1 提供“HIS+CIS+HRP+区域医疗信息平台”综合医疗信息化解决方案.....	3
1.2 医疗信息化空间巨大，处于加速发展期.....	4
1.3 公司业务堪比卫宁软件+万达信息+用友医疗，为医疗信息化提供全面解决方案.....	6
2、领先的智慧银行服务商.....	7
2.1 智慧银行领域领先的综合解决方案服务商.....	7
2.2 智慧银行大有可为，中小银行 IT 升级改造将带动行业发展.....	7
2.3 拓展核心+外围系统建设经验，形成稳定增长路径.....	8
3、平安城市建设火热，公司有望分享行业盛宴.....	9
3.1 公司在智慧城市领域具有一体化平台建设优势.....	9
3.2 平安城市全面铺开.....	10
4、布局农产品物流，抢夺市场先机.....	10
4.1 农产品物流领域经验丰富，掌握市场先机.....	10
4.2 食品溯源即将大规模启动，市场前景广阔.....	10
二、大量优质客户资源和强大客户粘性.....	11
1、汇集各个行业最优质的客户资源.....	11
2、解决方案与服务驱动增强客户粘性，深度参与客户 IT 建设.....	13
三、商业模式与时俱进，提前布局云转型.....	13
1、医疗云：通过区域医疗云模式参与区域医疗信息化，并将 HIS 业务向一二级医院拓展.....	13
2、金融云：向村镇银行提供全套 IT 云系统服务.....	14
四、预期今年增长 35%以上，估值具有显著提升空间.....	14
五、风险提示.....	15
插图目录.....	16
表格目录.....	16

去年 11 月 15 日我们发布了东华软件的调研报告《集行业大成，初现行业解决方案厂商雏形》，认为在中国信息化率不断提升的背景下，东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质。一旦东华形成基于客户需求的整体方案交付能力，为客户提供一揽子的解决方案，就有可能转型成为类似于 IBM 一样的综合服务厂商，成为行业的集大成者。

这篇报告我们着重从公司细分业务领域进行研究，我们认为，公司已经全面布局智慧城市各大领域（如医疗、金融、平安城市、食品溯源等）；且公司汇集各个行业最优质的客户资源，解决方案与服务驱动增强客户粘性，深度参与客户 IT 建设；在商业模式上进行了医疗云和金融云的探索。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 17x/13x/9x。目前公司估值远低于板块整体估值及其他智慧城市标的估值，维持“强烈推荐”。

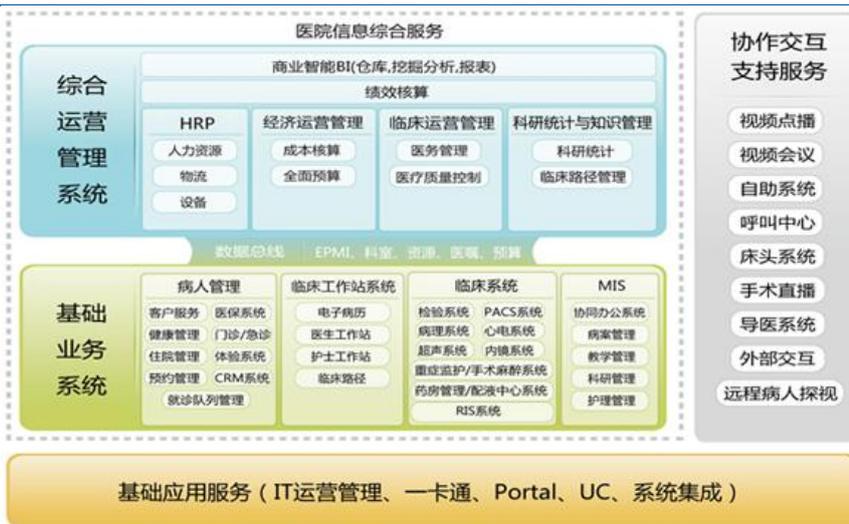
一、全面布局智慧城市领域

1、综合医疗信息化服务商，具备较强的竞争力

1.1 提供“HIS+CIS+HRP+区域医疗信息平台”综合医疗信息化解决方案

经过多年技术研发和市场开拓，公司已成为国内为数不多的医疗信息化综合服务商。公司较早进入医疗信息化领域，于 2001 年设立了医疗事业部，引进国外成熟 HIS 系统并本地化。通过逐年技术储备，目前已经能提供包括 HIS，CIS，HRP 和区域医疗信息平台等一站式医疗信息化服务。公司在全国三甲医院 HIS 系统市场份额达到 50% 以上，是国内第一流的 HIS 厂商。公司通过提供数字医疗解决方案，服务于全国百余家三甲医院，目前是中国最大的高端数字医疗解决方案提供商之一。

图 1：东华数字医疗信息系统应用架构详图



资料来源：东华医疗，民生证券研究院

图 2：东华数字医疗信息系统应用架构详图



资料来源：东华医疗，民生证券研究所

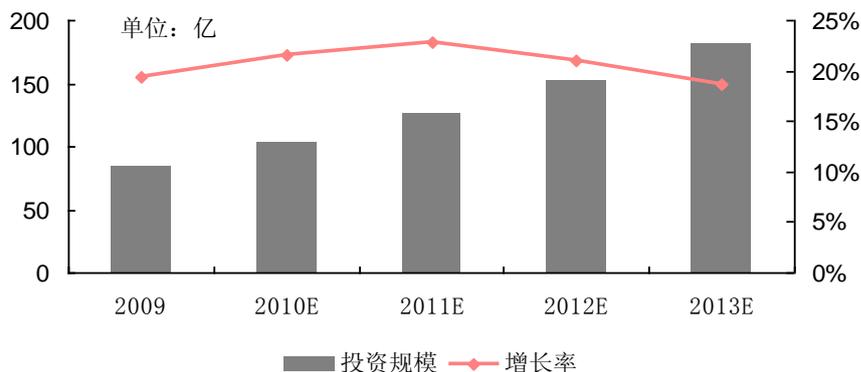
公司医疗业务的特点在于：（1）客户方面，客户主要面向三甲高端医院。目前公司客户中三甲医院有 100 家以上。其中，在最佳医院排行榜前 30 名有 9 家医院是公司的客户。且多年来客户被替换率为 0。公立医院被替换率为 0，充分说明医院对公司产品的高度认可。

（2）产品方面，致力于提供完整解决方案，目标为“All-in-One”。东华一直致力于利用最先进的计算机技术，为医疗机构提供包括应用软件、硬件系统及系统集成在内的完整的全数字医疗解决方案，帮助医院实现高效的业务处理，全面的数据采集、集成、利用和分析。东华综合运营管理平台强调对医疗资源的计划和管理，对财务支出的控制，将医院经营中的三大主要流程，即业务流程、财务会计流程、管理流程有机融合，从而建立基于业务事件驱动的财务一体化信息处理流程，使财务和业务数据融为一体，实现了医院运营管理中“物流、资金流、信息流、业务流”的统一。同时，东华综合运营管理平台还强调对医疗质量要素进行事前、事中和事后的控制，强调对医院医疗运营进行全面掌控的能力。

1.2 医疗信息化空间巨大，处于加速发展期

信息化已渗透到医疗卫生各个领域，整个医疗信息化空间巨大，预计十二五期间的市场规模达到 800 亿，复合增长率达到 20% 以上。2012 年截至 6 月底，中央财政已下达医改专项补助资金 1730 亿元，完成年初预算的 89%，加上以前年度结转及彩票公益金等安排的支出，已累计拨付 1906 亿元。我们测算整个“十二五”期间医疗信息化的投入在 700-800 亿左右，占比在 5% 左右。

图 3：医疗信息化领域 2010-2013 年的复合增长率将达到 21%



资料来源：CCW，民生证券研究所

医院需求和政策扶持将推动医疗信息化进入加速发展期。 医疗信息化有助于解决国内医疗资源紧张的情况，1) 分级就诊、双向转诊需要有一个信息化的后台可以连通辖区内的自下而上的所有医院。利用电子病历或健康档案作为流通介质，实现诊疗记录、检查记录和用药记录的互联互通，即目前由政府投入大力建设的区域医疗平台。2) 在推行诊疗及收费的标准化初期，医院信息化作为监督手段，用于医院向上级主管部门汇报诊疗过程从而确定社保报销比例。主要由政府引导医院进行投资建设，一定程度给予补助。在推行标准化的后期，社保将从“后付费”改为“先付费”，运作效率高的医院才会有利润。因此信息化将成为医院加强管理、节约成本、提高运作效率的重要手段，成为支撑系统，是一种自发需求，由医院自主投资。

HIS 及 CIS 在公立医院的应用持续深化，并逐步走向基层机构。 目前主要的医疗资源都集中在公立医院，特别是三级医院，而 HIS 和 CIS 的应用深化是公立医院改革的关键。

区域医疗自下而上推广，市场空间超过 300 亿。 区域医疗卫生信息化平台，是连接规划区域内（医疗卫生机构、行政业务管理单位及各相关卫生机构）各机构的基本业务信息系统的数据交换和共享平台，是让区域内各信息化系统之间进行有效的信息整合的基础和载体。与一般政府项目自上而下、自发达地区向欠发达地区推广不同，区域医疗就是为了实现医疗资源向基层、向欠发达地区倾斜，因此市场自然而然渗透到最基层的社区、村和县，然后再拓展到市级和省级；东部和中西部城市的项目建设同时兴起，市场空间十分广阔。在国家确定的 17 个试点城市中三线城市达到 12 个，占比 70.6%。去年以来自主建设的项目也多以区、县和三线城市为主。

表 1：区域医疗的市场巨大

行政区划	单体投资额 (亿)	数量 (个)	投资规模 (亿)
省级平台 (不含港、澳)	0.2	32	6.4
地级市			
市级平台	0.15	333	49.95
区级平台	0.05	1665	83.25
县级市	0.06	2856	171.36

合计

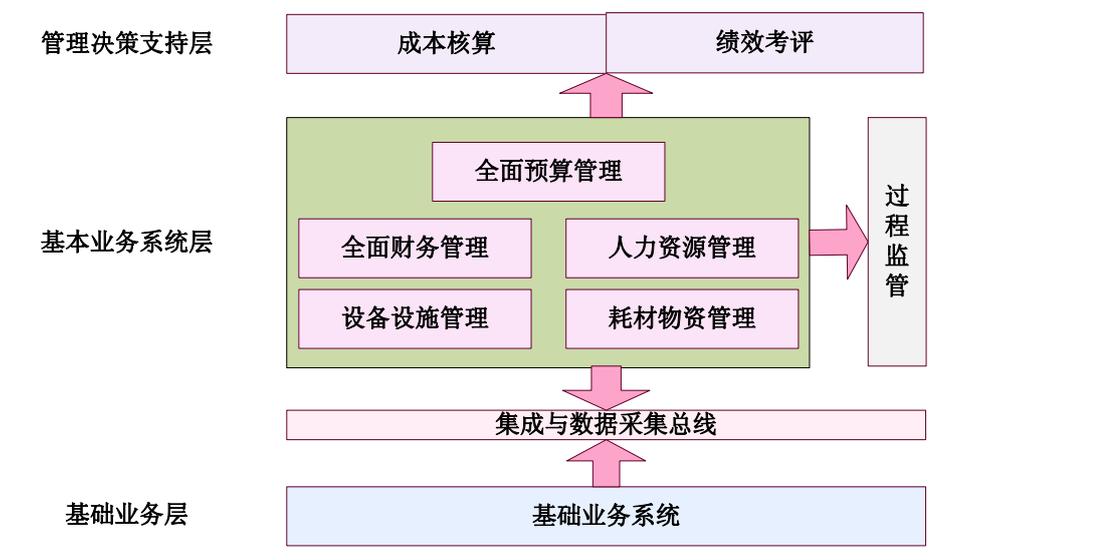
310.96

资料来源：民生证券研究所

HRP 渗透率较低，空间广阔。HRP（Hospital Resource Planning 医院资源计划）是医院引入 ERP（Enterprise Resource Planning 企业资源计划）的管理思想和技术，创建一套适用于医疗机构的资源管理平台。

欧美发达国家中，已经超过半数实施了 HRP 系统，而我国目前仅有武汉同济医院、北京的北大人民医院、南京的南京军区总医院等几所大型医院实施了医院 HRP 系统。

图 4：HRP 功能定位



资料来源：用友医疗资料，民生证券研究院

1.3 公司业务堪比卫宁软件+万达信息+用友医疗，为医疗信息化提供全面解决方案

公司目前的业务可比卫宁软件(HIS)+万达信息(区域医疗信息化)+用友医疗(HRP)，**致力于为医疗信息化提供全面解决方案。**我们将公司医疗各部分业务与目前市场上主流医疗信息化公司对比，通过市场调研，我们发现，公司在 HIS 领域是业内公认的一流公司，竞争力位于行业前列；在区域医疗信息化领域，凭借在三甲医院的客户基础，公司也具有极强的竞争能力；而在 HRP 领域，公司已经有较多成功案例，基于医院的 HRP 系统构建能力并不弱于用友医疗。**综合来看，我们认为公司是医疗信息化/智慧医疗市场的重要受益者。**

表 2：东华与卫宁、万达、用友医疗的对比

领域	HIS
卫宁软件	客户多为一二级医院，产品化程度较高
东华软件	客户为特大型三甲医院、综合三甲医院、专科三甲医院、中医类三甲医院。产品化率达到 70%以上
领域	区域医疗信息化
万达信息	区域医疗的先发厂商，在上海有成功案例，目前已经拓展至华东以外区域
东华软件	深圳市南山卫生局区域医疗数据中心系统、河南省南阳市卫生局区域协同医疗及居民健康档案系统、四

川省卫生厅县级医院能力建设项目及安徽省卫生厅远程医疗项目。

领域	HRP
用友医疗	凭借传统行业 ERP 优势，切入医院信息化管理领域
东华软件	凭借对医院业务的深入了解，切入医院管理领域

资料来源：民生证券研究院

2、领先的智慧银行服务商

2.1 智慧银行领域领先的综合解决方案服务商

公司在金融领域布局较早，积累深厚，是国内领先的金融 IT 综合解决方案服务商。公司具备自主知识产权的核心业务系统及多款外围业务系统都具备较强的市场竞争力，已在多家银行实施和应用。公司是国内少数的大型商业银行 IT 服务商，其客户包括四大银行、及多家大型股份制银行等。

表 3: 公司前五大客户（2012 年）

序号	客户名称	占年度销售总额比例（%）
1	中国工商银行股份有限公司	6.94%
2	中国移动通信集团山西有限公司	5.52%
3	华夏银行股份有限公司	3.78%
4	中国人民银行	3.36%
5	中国农业银行股份有限公司	3.29%
合计	——	22.88%

资料来源：民生证券研究院

表 4: 公司的银行业务主要通过联银通及神州新桥开展

并购标的	主要业务	业务特点
联银通	从事银行核心业务系统和 ATM（自动柜员机）服务业务。其银行核心业务系统产品客户包括交通银行、华夏银行和众多城市商业银行，面向商业银行从事系统集成业务；ATM（自动柜员机）服务业务领先。	借助于联银通的客户优势，更好为银行客户服务。
神州新桥	神州新桥自 2001 年起参与了工商银行、建设银行、交通银行、中国银行等大型金融企业的网络建设项目，熟练掌握了金融行业大型网络集成技术年系统集成经验的积累，神州新桥开发了多个适合金融用户的解决方案。	神州新桥金融行业客户主要集中在银行领域，包括工商银行、交通银行、中国银行、建设银行等大型金融企业以及其他中小股份制银行。通过本次收购，公司对金融行业尤其是银行业客户的覆盖面更加全面，有助于公司提高在金融行业 IT 服务领域的市场份额。

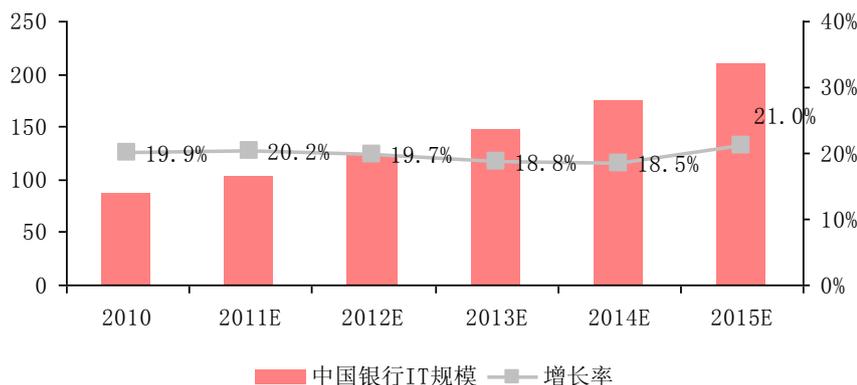
资料来源：公司公告，民生证券研究所

2.2 智慧银行大有可为，中小银行 IT 升级改造将带动行业发展

银行业务基本可由数字化实现，是 IT 技术最大大有可为的领域。银行业务强烈依赖数

据存储、处理、传输和智能终端等 IT 技术。数据存储、处理和传输技术是以数据为基础的金融服务业的根基。美国美理迪安公司和美国银行家公司早期的一项研究表明，美国公司用于信息技术方面的投资将以每年 4.7% 的速度增长，而金融业用于这方面的投资将以每年 17.7% 的高速度增长，金融业在信息技术方面的战略性投资占全部信息技术总投资的 20%。根据 IDC 的预测，中国银行 IT 解决方案 2011-2015 年的复合增长率将达到 19.9%，2015 年市场规模将达到 209.7 亿。

图 5: 银行市场规模变化



资料来源: IDC, 民生证券研究院

中小银行数量快速增长以及行业兼并重组，都将拉动 IT 系统投入，行业市场空间广阔。目前中小银行业有两个发展趋势：1) 中小商业银行兼并以及重组信用社等机构；2) 城市商业银行、农村商业银行和村镇银行数量快速增长。中小银行兼并以及重组农村信用社、村镇银行等改革将推动中小银行改制、重组、跨区域经营、新业务开展等一系列升级改造，相应的 IT 建设需求包括业务系统升级、平台整合、经营网点、重新规划、新业务系统开发、新一代综合业务系统建设。美国约 1 万家企业拥有一家银行，银行总量在 10000 家以上，相比之下，我国银行数量非常少，目前正处于稳步增长阶段，会带来大量 IT 建设需求。

表 5: 中国银行机构数量变化情况

年份	股份制银行	城市商业银行	城市信用社	省农信	农村商业银行	村镇银行	合计
2007 年	12	124	42	29	17	19	243
2008 年	12	136	22	28	22	91	311
2009 年	12	143	11	28	43	148	385
2010 年	12	147	0	27	85	349	620
2011 年	12	144	0	27	212	635	1030

资料来源: 公开资料整理, 民生证券研究院

2.3 拓展核心+外围系统建设经验，形成稳定增长路径

在银行 IT 方案解决领域，公司主要竞争对手来自神州数码、宇信易诚，在中小银行

领域竞争对手是长亮科技。公司采取硬件+软件+IT 运维服务，核心业务系统+外围系统的完整解决方案。公司以华夏银行的核心业务系统与外围系统作为突破口，不断将华夏银行的系统构建经验拓展至其他中小银行，形成了稳定的增长路径。

3、平安城市建设火热，公司有望分享行业盛宴

3.1 公司在智慧城市领域具有一体化平台建设优势

东华在“智慧城市”中的应急指挥、平安城市、智能交通和智慧水利具有一体化建设及整合经验。公司通过对国内外“智慧城市”理念与实践的研究分析，针对城市运行重点关注领域，结合公司自有产品，建设具有自主知识产权、高性能、低成本、高安全性等特点的智慧城市一体化平台。平台将充分运用信息和通信技术，基于互联网、物联网、无线网络、云计算、数据融合等手段感测、分析、整合城市运行核心系统的各项关键信息，包括对城市交通、城市应急、水资源、公共安全等在内的各种需求做出智能的响应，使城市的管理和服务更有效，促进城市的和谐、可持续发展，提高市民生活品质。

图 6：东华智慧城市一体化平台



资料来源：公司资料，民生证券研究院

表 6：东华智慧城市一体化平台建设内容

子系统	建设内容
应急指挥平台	东华应急指挥平台，涵盖计算机网络、有线/无线应急通讯调度系统、平安城市与视频调度系统，整合政府公共事业部门已有的监测与预警网络，为政府构建起全面的集预案管理、模拟演练、险患监测、风险评估、应急预警、指挥调度、资源管理、信息发布于一体的综合应急信息管理指挥平台。

平安城市平台	服务器端基于 Linux 操作系统的平安城市管理平台，可实现前端 DVR/DVS/IPC 接入管理，可实现前端的视频码流中心存储、集中转发和点播回放等功能。集成了用户设备权限管理、视音频监控、大容量存储、报警联动、智能分析、案件管理、矢量（图片）电子地图等的网络视频监控图像管理平台。支持 C/S 和 B/S 架构，支持 25 画面监视，提供轮循预案和每画面预案可单独设置；支持多画面的视频关联编组设置；支持双向语音对讲，支持电子地图和触摸屏功能等。
智能交通平台	实现交通流采集、交通信号控制、交通电视监控、交通违章取证、公路车辆监测记录、综合信息数据融合、可变情报板显示、122 交通事故接处警、GPS 车辆定位、交通通信、交通指挥中心平台、交通管理集成指挥调度工作平台等各子系统的基本功能示的结构完整、层次清晰的城市智能交通管理指挥控制系统。
智慧水利信息管理平台	中小河流综合监控系统及早情监测预警系统

资料来源：公司资料，民生证券研究院

3.2 平安城市全面铺开

平安城市已经在国内全面铺开，进入快速发展期。2004 年起，公安部在全国范围内确定了 100 多个城市作为科技强警示范城市，推进平安城市建设。到 2009 年，平安城市项目试点城市初步完成第一阶段建设，取得阶段性成果。目前平安城市项目已经在全国铺开。公司作为业内一流的 IT 解决方案提供商，也将在行业的快速发展过程中受益。

4、布局农产品物流，抢夺市场先机

4.1 农产品物流领域经验丰富，掌握市场先机

公司在农产品流通领域经验丰富，推出了农产品产销平台，该平台服务于农产品生产者的产销决策和政府农业管理部门的分析决策。该平台已经获得市场的广泛认可，在批发市场项目的招标中位列市场份额的第一名。

农产品流通平台与食品溯源系统相关性很大，需要做系统对接和数据共享，在流通平台上有成功开发经验和案例的公司更容易获得食品溯源的订单。公司凭借在流通平台上积累的丰富经验和成功案例，有望抢占较多的食品溯源市场份额。

4.2 食品溯源即将大规模启动，市场前景广阔

《2012 年中国政府工作报告》要求增强食品安全监管能力，提高食品安全水平，两会期间食品安全问题也成了代表重点关注的话题。食品追溯体系已被纳入多个政府实事项目，并展开招标。我们认为食品溯源建设近期将全面提速，未来将在更多的城市陆续开展。

当前食品安全溯源面临的**最大问题是多头监管，一旦利益格局划定技术将发挥作用使项目落地**。食品安全分管部门涉及卫生部、商务部、农业部、质检总局以及工信部等，多头监管及利益划分不清造成食品安全溯源项目开展难度较大。目前已经开展的项目多是由当地政府牵头，范围局限在一个省或者一个市，不能在全国范围内进行溯源，仍存在一

定的局限性。我们认为只要利益格局划定，技术已经不是障碍，在需求日益迫切的背景下食品安全溯源有望尽快在全国推广。

表 7：目前已经开展的项目多是由当地政府牵头，范围局限在一个省或者一个市

招标时间	省份	项目
2012 年 8 月	四川	食品（乳品）安全电子信息追溯系统
2012 年 8 月	安徽	水产品食品安全溯源设备
2012 年 8 月	上海	上海市肉类蔬菜流通追溯体系
2012 年 8 月	福建	福建省农产品质量安全追溯体系
2012 年 8 月	河南	病源性食品溯源平台
2012 年 7 月	山东	生鲜物流配送中心及门店肉菜流通追溯系统
2012 年 5 月	云南	食品安全监管
2012 年 3 月	宁夏	肉类蔬菜流通追溯体系
2012 年 3 月	重庆	肉菜流通追溯体系建设

资料来源：中国采招网，民生证券研究院

二、大量优质客户资源和强大客户粘性

1、汇集各个行业最优质的客户资源

公司在各个细分行业都拥有较多的成功案例，积累了大量优质的客户资源。通过在行业内十几年的深耕，公司在医疗、金融、电信、政府、交通、烟草、科教、国防和制造业等多个领域积累了广泛的客户资源，拥有较高的市场知名度和客户认可度。并且，在医疗、金融、电信和政府等领域与大量优质大型客户建立了长期和良好的合作关系。丰富的客户资源是公司不断开拓进取，实现持续、稳定和高速增长的良好基础。

表 8：公司积淀了大量优质客户资源

医疗机构	复旦大学附属华山医院	浙江省衢州市人民医院	深圳市中医院	中国医科大学附属第一医院	山东省潍坊市人民医院	安徽省立医院	首都医科大学附属北京中医医院
	北京积水潭医院	中南大学湘雅二医院	四川大学华西医院	北京友谊医院	广东粤北人民医院	浙江宁波明州医院	
	中国医学科学院肿瘤医院	哈尔滨医科大学附属第一医院	北京地坛医院	北京安贞医院	天津中医药大学第一附属医院	北京妇产医院	
金融机构	工商银行	交通银行	中国人民银行	华夏银行	建设银行	中国银行	农业银行
	承德银行	开封市商业银行	长治市商业银行	甘肃省农信社联合社	贵州省农信社联合社		
电信	广东移动	四川移动	山西移动	吉林联通	中国移动		
烟草	内蒙古自治区烟草公司	山东烟草工业公司	安徽省烟草公司	石油化工	中国石油天然气股份公司	中国海洋石油总公司	中国石化股份公司
	济南将军集团	徐州卷烟厂	陕西宝鸡卷烟厂		燕山石化	胜利油田	中原油田
	北京卷烟厂	太原卷烟厂	新郑卷烟厂		江苏油田	大庆油田	石油化工科学研究院
国防、政法	最高人民法院	国防科工委	总参大气所	制造业	潍柴股份有限公司	河南许继集团	北京现代汽车公司
	山东济南市中级人民法院	河北省高级人民法院	内蒙检察院		南京汽车集团有限公司	比亚迪股份有限公司	安莉芳服装集团
	河南林州市检察院	徐州市公安局	吉林市公安交通警察支队		江门市大长江集团有限公司	沈阳鼓风机厂	蒙牛乳业股份有限公司
	吉林省公安边防支队	新疆消防总队	总后物资资料公司		鄂尔多斯羊绒集团		
钢铁冶金	中国铝业集团	江苏沙钢集团	湖南涟源钢铁	新闻传媒	北京电视台	新华通讯社	新浪网
	酒泉钢铁公司	湖北大冶特殊钢股份公司	昆明钢铁股份有限公司		北京青年报社	未来广告公司	四川新华发行集团有限公司
	济南钢铁集团公司				新华书店总店	河北电视台	
其他行业	北京软件产品质量检测中心	北京博奥生物芯片公司	中国路桥（集团）总公司	社保保险	辽宁社保中心	北京社保中心	中华联合财产保险公司
	新疆住房公积金中心	太原住房公积金中心	首创集团公司		甘肃省劳动和社会保障厅	光大永明保险公司	河北邯郸社保中心

资料来源：公司网站，民生证券研究院

2、解决方案与服务驱动增强客户粘性，深度参与客户 IT 建设

由于公司以客户为导向，以解决方案和服务为业务驱动力，因而能够为客户提供贴近行业需求的软件，使公司具备较强的客户粘性，且深度参与优质客户的 IT 建设，充分受益于优质企业信息化的发展。

（1）目前公司在全国三甲医院 HIS 系统市场份额达到 50%以上，未来仍有进一步拓展的市场空间。

（2）公司是少数几家能够与工商银行、交通银行等大型国有商业银行建立合作，提供信息化服务的公司。公司于 2011 年连续中标中国人民银行私有云建设与维护项目，连续多年为多家商业银行提供核心业务系统及部分外围系统。在最近几年，公司来自于大型商业银行的收入占比不断提升。

（3）公司强大市场营销能力为公司不断深挖客户需求提供有效保障。公司骨干销售人员具备较强的技术顾问能力，能够有效为客户提供专业技术指导。公司采取 7×24 小时售后服务模式，在系统出现任何问题后，能够提供及时有效的解决方案，在客户中建立了良好的口碑。

三、商业模式与时俱进，提前布局云转型

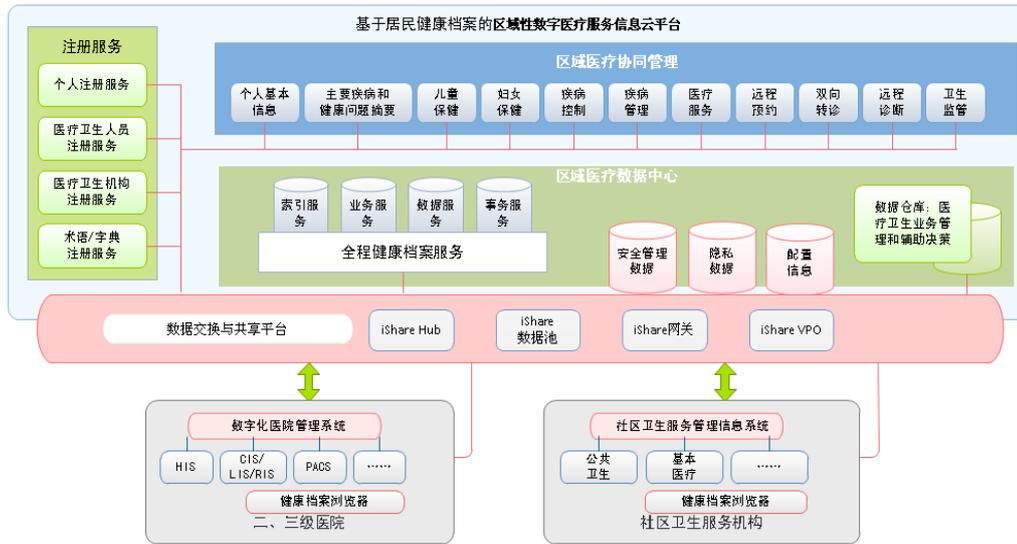
由于行业天花板足够高，因此目前公司在商业模式上并不存在像用友那样的转型必要性，但云计算对于软件行业带来的影响仍然值得重视。公司在医疗和金融两个优势行业中进行了云模式的转型尝试，通过云模式来覆盖一二级医院和村镇银行，从而最大化利用资源，提升营运效率。

1、医疗云：通过区域医疗云模式参与区域医疗信息化，并将 HIS 业务向一二级医院拓展

公司期望通过医疗云实现两个目的：（1）通过东华软件区域性数字医疗服务信息云平台（包括数据交换与共享平台、区域医疗数据中心、数字化医院管理系统、社区卫生服务管理信息系统和区域医疗协同系统 5 个子系统），实现数据交换、双向转诊、构建社区医疗等多重目标。

（2）通过云模式来实现对一二级医院、县域医院的 HIS 软件系统覆盖。公司目前的优势在于三甲医院，而通过云模式覆盖一二级医院的信息化建设有助于降低公司成本。

图 6：东华区域性数字医疗服务信息云平台系统架构图

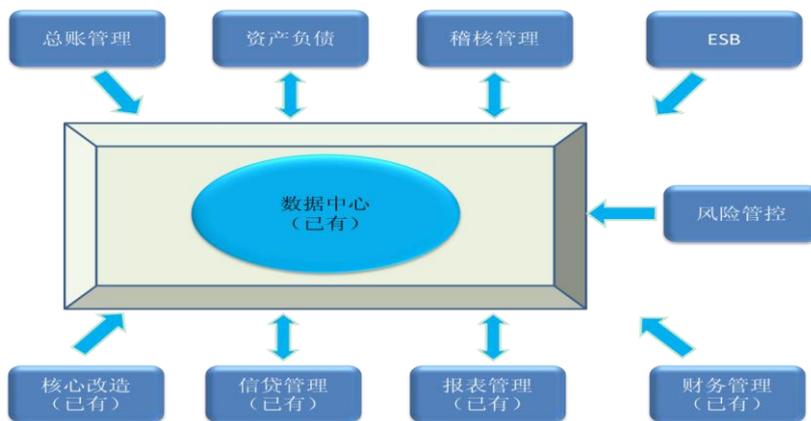


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、金融云：向村镇银行提供全套 IT 云系统服务

公司针对中小村镇银行采取的也是云模式。目前公司已经签约村镇银行 50 多家，每家收费年收费 50 万。由于村镇银行自身资产规模较少，IT 投入较少，且为了防范金融风险，村镇银行 IT 系统的云化成为趋势。东华搭建统一的平台，为每家村镇银行提供全流程的 IT 服务，包括核心系统、信贷、财务、报表、数据中心等系统。

图 7：中小商业银行一体化云服务平台系统功能结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、预期今年增长 35%以上，估值具有显著提升空间

业绩方面，公司在 2012 年年报中披露，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。

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 17x/13x/9x。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。

估值方面，目前整个计算机板块 2013 年动态 PE（整体法）为 22.66X，其他智慧城市标的（如万达信息、卫宁软件、易华录、银江股份等）动态估值基本在 30x 以上，而公司 2013 年 PE 仅为 17x，具有较大提升空间。

表 9：可比公司估值远高于东华

公司名称	股票代码	股价	2012EPS	2013EPS	2014EPS	2012PE	2013PE	2014PE
东华软件	2065	19.65	0.82	1.15	1.5	23.8	17.1	13.1
万达信息	300168	23.23	0.46	0.76	1.07	50.7	30.6	21.7
银江股份	300020	20.5	0.49	0.69	0.95	42.3	29.7	21.6
网宿科技	300017	37.26	0.67	0.95	1.24	55.4	39.2	30
捷成股份	300182	24.61	0.65	0.91	1.25	38	27	19.7
数字政通	300075	40.84	0.86	1.25	1.68	47.5	32.7	24.3

资料来源：民生证券研究院

综上，我们重申去年年底以来的观点，持续看好东华软件的竞争能力，维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

主要风险在于：（1）宏观经济下行导致行业需求下滑；（2）宏观经济下行导致回款较慢；（3）公司并购不及预期。

插图目录

图 1: 东华数字医疗信息系统应用架构详图	3
图 2: 东华数字医疗信息系统应用架构详图	4
图 3: 医疗信息化领域 2010-2013 年的复合增长率将达到 21%	4
图 4: HRP 功能定位	6
图 5: 银行市场规模变化	8
图 6: 东华区域性数字医疗服务信息云平台系统架构图	14
图 7: 中小商业银行一体化云服务平台系统功能结构图	14

表格目录

表 1: 区域医疗的市场巨大	5
表 2: 东华与卫宁、万达、用友医疗的对比	6
表 3: 公司前五大客户（2012 年）	7
表 4: 公司的银行业务主要通过联银通及神州新桥开展	7
表 5: 中国银行机构数量变化情况	8
表 7: 东华智慧城市一体化平台建设内容	9
表 6: 目前已经开展的项目多是由当地政府牵头，范围局限在一个省或者一个市	11
表 8: 公司积淀了大量优质客户资源	12
表 9: 可比公司估值远高于东华	15

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)

分析师简介

尹沿技，TMT行业首席分析师，3年IT行业经验，8年证券行业从业经验；2012年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，TMT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。5年证券研究经验。2012年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

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。

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

民生证券研究院：

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。

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。