

东华软件(002065)

公司研究/简评报告

转股价格确定，股价催化剂形成

——东华软件(002065) 2013 年可转债发行点评

民生精品---简评报告/计算机应用行业

2013 年 7 月 24 日

一、事件概述

东华软件发布可转债发行公告。公司转债发行金额 10 亿元（发行数量 1000 万张，票面金额 100 元/张）；转债存续期限 6 年（2013 年 7 月 26 日-2019 年 7 月 25 日）；第一年到第六年的利率分别为：0.5%、0.8%、1.1%、1.5%、1.5%和 2.0%；初始转股价格为 23.7 元/股；转股期自可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即 2014 年 2 月 3 日至 2019 年 7 月 25 日；股权登记日为 7 月 25 日。

二、分析与判断

➤ 东华软件是系统集成行业中最优质公司，向行业解决方案厂商转型

东华软件是系统集成行业中最优质的公司，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的特质，公司的客户粘性、软件服务能力及成本控制能力是长期竞争力的来源。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。

➤ 公司全面布局智慧城市各个领域，是智慧城市重要参与者

（1）智慧医疗：提供“HIS+CIS+HRP+区域医疗信息平台”综合医疗信息化解决方案，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；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。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）智慧金融：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，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）物流&食品溯源：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。**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。

➤ 大量优质客户资源和强大客户粘性

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。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。

➤ 内生稳定增长，外延式并购提供规模及客户资源协同扩张

从内生增长的角度看，基于公司的管理优势，公司对现有优势行业的深入拓展，并向行业解决方案转型，已经能够维持稳定增长；从外生增长的角度看，在现有业务的基础上，外延式并购将为公司带来业务规模、客户资源的扩张。

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

强烈推荐

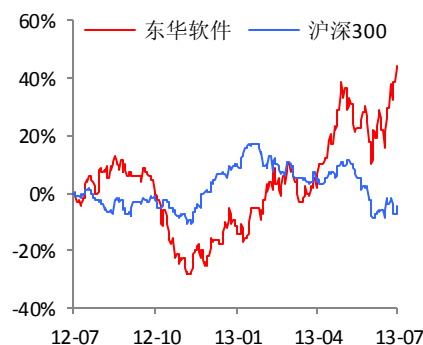
维持评级

合理估值： 34.5 元

交易数据(2013-7-23)

收盘价(元)	23.92
近 12 个月最高/最低	24.26/11.63
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)	165.04
流通市值(亿元)	141.28

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.《东华软件(002065)调研报告：集行业大成，初现行业解决方案厂商雏形》，20121115

2.《东华软件(002065)跟踪报告：全面布局智慧城市，深入挖掘客户需求》，20130513

为 20x/16x/12x。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。

注意到公司转债公告中的赎回条款：在转股期内，如果发行人 A 股股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%)，就引发公司按照面值赎回转债；因此，从理论上推导，当股价连续 15 个交易日高于 30.81 元时，将促使可转债持有人转股，从而对现有股价形成催化作用。

在目前计算机软件板块 PE (TTM) 达到 48x，2013 年 PE 达到 35x 的背景下，我们认为公司合理估值为 34.5 元，对应今年 PE 为 30x。

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
PE	29.00	20.81	15.98	12.02
PB	5.97	4.82	3.71	2.83

资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：公司系统集成收入降至 70%

收入构成	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
系统集成收入(%)	84.35	79.12	75.82	71.02	69.13	71.48	70.11
技术服务收入(%)	7.34	6.72	12.04	9.23	11.8	13.64	14.41
自制及定制软件(%)	8.31	9.59	9.47	17.95	17.12	14.37	12.91

资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：公司金融保险医疗行业收入占比达到 47%

收入构成，%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融保险医疗行业	11.94	18.51	28.06	32.6	36.7	42.31	47.38
电力水利行业	21.38	24.81	19.07	17.83	17.5	16.26	13.79
通信行业	16.29	13.3	10.1	8.67	10.16	10.58	10.04
政府行业	12.64	14.99	13.89	13.78	12.94	11.28	9.27
其他行业	9.43	15.76	11.71	9.8	7.77	7.15	6.62
计算机服务业	7.6	2.5	8.24	7.52	6.3	5.7	4.81
制造业	9.15	4.95	4.84	4.42	3.66	3.45	2.92
石油、化工行业	11.57	5.19	4.1	3.6	2.99	2.74	2.59

资料来源：wind，民生证券研究院

表 3：2012 年公司前 5 大客户

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：wind，民生证券研究院

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，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。

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。