

软控股份 (002073.SZ) 计算机行业

收入快速增长，现金流改善可期

公司研究简报

◆事件:

公司发布中报，实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 55.3%，利润总额 2.17 亿元，增长 22.4%，净利润 1.78 亿元，增长 21%。其中，公司 2 季度收入增长 45.7%，净利润增长 15.1%。

◆多重因素导致，净利润增速低于收入增速

公司今年 1、2 季度单季收入分别增长 79.4%和 45.7%，说明在胶州二期机械厂房没有全部完成的情况下，产能瓶颈已有所改善。而净利润增速显著低于收入增速，主要原因在于：1) 毛利率下滑。由于今年确认的收入往往是去年签署的合同，在此期间钢铁等原材料价格上涨明显，从而影响了配料系统、化工装备与模具等设备制造业务的盈利能力。2) 增值税返还与其他政府补助较去年同期大幅减少。如果考虑 1-6 月 1543 万元增值税返还，则净利润增速将达 32.5%；此外，去年同期营业外收入中包含了 1903 万元的其他政府奖励及补助，而今年则仅有 51 万元。3) 费用上升。上半年管理费用和销售费用都有较为明显的增长，财务费用则由去年同期的 100 万元左右大幅升至 1429 万元。由于公司 6 月份发行了 9.5 亿元公司债，预计未来几年财务费用都将处于相对高位。

我们认为随着胶州基地的完全达产，困扰公司多年的产能紧张问题将有较大程度的改善，届时收入增速会有效提高，预计今明两年都可达到 45%以上，而另一方面产品质量与毛利率也将得到改善。

◆业务进展顺利，现金流改善可期

目前国内橡胶行业在轿车胎项目建设的拉动下进入新一轮上升周期，我们认为由于产能建设的时间较长，短时间内的乘用车销售低迷不会对行业的产能投资产生过于明显的影响，而今年 7 月份与骏马化工签订的销售合同意味着公司在橡胶以外的化工领域实现了真正的拓展。我们认为公司各方面业务进展顺利，未来具备广阔的发展空间。

截止 6 月 30 日公司应收账款余额为 12.95 亿元，主要来自伊科思与赛轮，我们认为优惠的付款条件是公司进行客户拓展以及关系维护的重要手段，其风险完全可控。而随着赛轮的上市以及伊科思前期项目的逐步达产，公司的现金流状况将在今年底或者明年年初左右得到显著改善。

◆维持买入评级和 29.8 元目标价

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元和 1.50 元，复合增速为 42.3%。我们认为公司下游需求依然旺盛，各方面业务进展顺利，而现金流也有望显著改善，因此维持公司的买入评级和 29.8 元的目标价，对应 2012 年主营 PE 为 28X。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,128	1,500	2,241	3,257	4,500
营业收入增长率	23.64%	32.95%	49.38%	45.34%	38.17%
净利润(百万元)	295	373	549	790	1,112
净利润增长率	31.55%	26.53%	47.12%	43.94%	40.74%
EPS(元)	0.40	0.50	0.74	1.06	1.50
ROE(归属母公司)	14.37%	15.70%	18.77%	21.92%	24.60%
P/E	56	44.4	30.2	21.0	15

买入(维持)

当前价/目标价: 22.30/29.80 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

联系人

浦俊懿

021-22169117

pujunyi@ebsecn.com

符健

021-22169112

fujian@ebsecn.com

市场数据

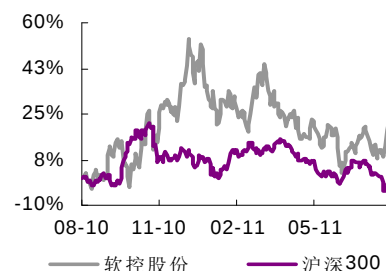
总股本(亿股): 7.42

总市值(亿元): 165.55

一年最低/最高(元): 17.18/28.96

近 3 月换手率: 38.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.75	12.16	22.62
绝对	1.36	4.79	24.09

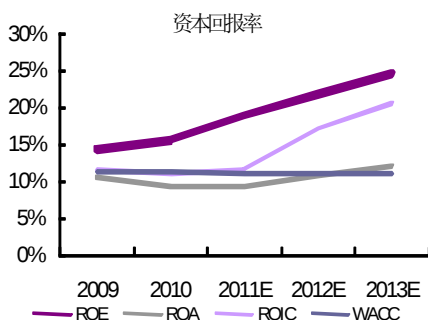
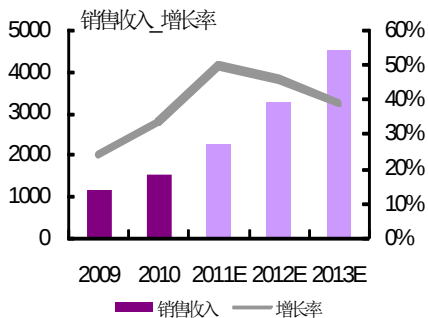
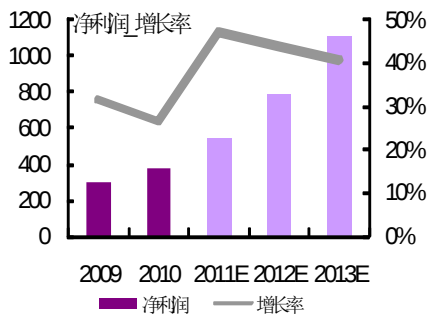
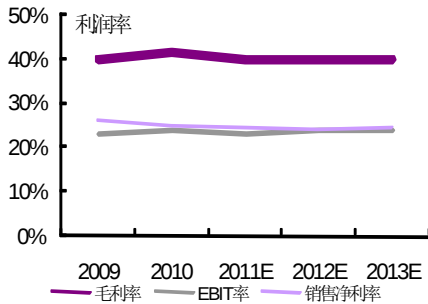
相关研报

业绩加速提升可以预期，维持买入评级

..... 2011-04-15

海内外市场共同驱动，未来业绩增长确定性高

..... 2011-02-14



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,128	1,500	2,241	3,257	4,500
营业成本	676	877	1,346	1,952	2,701
折旧和摊销	27	39	69	79	87
营业税费	9	12	16	26	36
销售费用	18	33	47	65	85
管理费用	150	195	291	417	567
财务费用	4	5	23	49	38
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	262	360	502	738	1,047
利润总额	333	438	613	898	1,263
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	294.76	372.96	548.71	789.81	1,111.60

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,817	4,065	5,922	7,301	9,220
流动资产	2,168	3,177	4,928	6,253	8,140
货币资金	849	831	1,568	2,294	3,075
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	734	1,238	1,660	1,856	2,351
应收票据	73	232	403	456	540
其他应收款	12	25	22	33	45
存货	365	637	1,004	1,264	1,669
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	403	552	682	761	806
无形资产	138	137	130	124	118
总负债	763	1,683	2,992	3,691	4,696
无息负债	683	1,415	1,811	2,721	3,726
有息负债	80	268	1,181	970	970
股东权益	2,053	2,382	2,930	3,610	4,524
股本	495	742	742	742	742
公积金	751	536	591	670	781
未分配利润	806	1,097	1,591	2,192	2,995
少数股东权益	2	6	6	6	6

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	157	86	48	1,227	1,136
净利润	295	373	549	790	1,112
折旧摊销	27	39	69	79	87
净营运资金增加	299	570	1,127	-87	559
其他	-464	-896	-1,697	445	-621
投资活动产生现金流	-185	-237	-200	-132	-120
净资本支出	177	230	200	150	120
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-366	-471	-400	-282	-240
融资活动现金流	449	134	890	-370	-235
股本变化	210	247	0	0	0
债务净变化	-130	188	913	-211	0
无息负债变化	-28	732	396	910	1,005
净现金流	422	-18	738	725	781

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.64%	32.95%	49.38%	45.34%	38.17%
净利润增长率	31.55%	26.53%	47.12%	43.94%	40.74%
EBITDA 增长率	42.25%	38.32%	47.09%	45.61%	35.35%
EBIT 增长率	42.47%	37.57%	43.87%	49.71%	37.89%
估值指标					
PE	56	44	30	21	15
PB	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	38	42	30	20	14
EV/EBIT	41	47	34	22	15
EV/NOPLAT	47	55	38	25	18
EV/Sales	10	11	8	5	4
EV/IC	5	6	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	40.05%	41.55%	39.95%	40.07%	39.98%
EBITDA 率	25.59%	26.63%	26.54%	26.59%	26.04%
EBIT 率	23.22%	24.03%	23.45%	24.15%	24.11%
税前净利润率	29.52%	29.20%	27.36%	27.56%	28.07%
税后净利润率 (归属母公	26.13%	24.86%	24.49%	24.25%	24.70%
ROA	10.47%	9.21%	9.26%	10.82%	12.06%
ROE (归属母公司) (摊	14.37%	15.70%	18.77%	21.92%	24.60%
经营性 ROIC	11.48%	10.96%	11.50%	16.99%	20.46%
偿债能力					
流动比率	2.86	1.93	2.45	2.31	2.19
速动比率	2.38	1.54	1.95	1.84	1.74
归属母公司权益/有息债务	25.65	8.86	2.48	3.72	4.66
有形资产/有息债务	33.17	14.48	4.88	7.38	9.36
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.40	0.50	0.74	1.06	1.50
每股红利	0.10	0.00	0.15	0.27	0.45
每股经营现金流	0.21	0.12	0.06	1.65	1.53
每股自由现金流(FCFF)	-0.28	-0.58	-1.04	0.97	0.52
每股净资产	2.76	3.20	3.94	4.85	6.09
每股销售收入	1.52	2.02	3.02	4.39	6.06

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

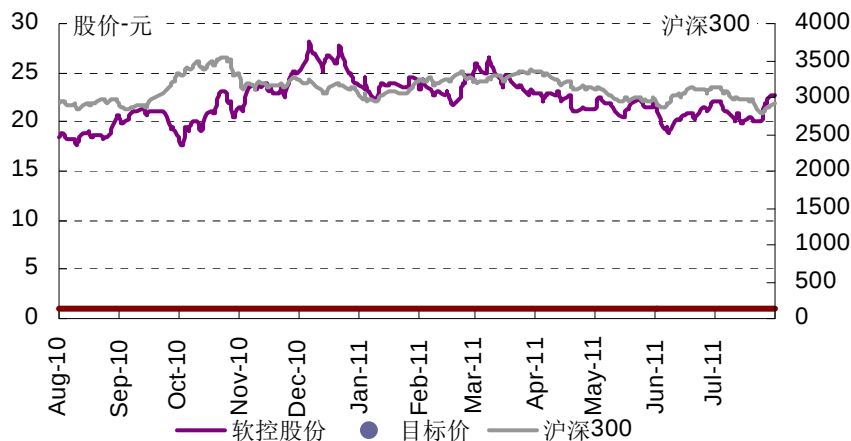
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖TMT 第二名。

投资建议历史表现图

软控股份 (002073)



日期	股价	目标价	评级
2010-04-06	24.11	35.00	买入
2010-06-28	15.91	23.64	买入
2010-08-09	17.45	23.64	买入
2010-08-17	18.36	23.64	买入
2010-10-19	17.73	27.00	买入
2010-10-21	19.38	27.00	买入
2011-02-14	24.60	29.80	买入
2011-04-15	23.07	29.70	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com