

软控股份 (002073.SZ) 计算机行业

收入快速增长，需求并不担心

公司研究简报

◆事件：

公司发布三季报，1-9 月收入累计增长 59.1%，归属上市公司股东净利润增长 20.7%；其中三季度单季收入上升 66.8%，净利润增加 20.0%。

◆收入快速增长，净利润低于预期

收入方面公司延续了上半年快速增长的势头，但净利润增长低于市场预期。收入的快速增加主要是受到轮胎橡胶类机械需求旺盛，以及化工装备相关收入大幅度增加的带动；而净利润增速远低于收入增长，则主要是受到毛利率显著下降以及增值税退税政策未执行的影响。报告期间，公司毛利率由去年同期的 42.4% 降至 36.1%，主要原因在于低毛利的化工装备业务及其他总包业务收入占比提高，收入结构的变化带来了毛利率的明显变动。此外，由于各地增值税退税尚未执行，导致公司营业外收入比去年下降了 1700 万左右，我们认为如果没有此事影响，公司净利润增速实际上应在 30% 以上。

由于大项目增多需要更多的提前投入，公司存货、预付账款增加明显，1-9 月经营活动现金流净额比去年同期下降 6.5 亿元，我们认为随着 4 季度项目结算高峰期的到来，现金流状况会有一定好转，但由于公司承接越来越多的总包项目，其现金流状况的根本性改善可能短期内难以看到。

◆业务发展良好，需求并不担心

我们对于公司的需求状况并不担心。从下游轮胎行业来看，国内轿车胎产能的建设是个长期而持续的过程，短期波动有限；另一方面，公司也不断在轮胎橡胶领域进行新的扩展与延伸，比如积极涉足轮胎翻新设备和裂解装备等空间巨大的领域。此外，公司在“大化工”领域也进展顺利，在收入中占比不断提高，我们认为公司的技术实力完全可以支撑其跨行业扩张，只不过在技术适应性方面需要时间进行调整和掌握。同时，公司在机器人、MES 等其他领域。我们认为即使新增需求下降这样的最坏情况发生，公司之前积累的未交付订单也为公司提供了“蓄水池”。

◆下调盈利预测，给予目标价 21.6 元

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.65 元、0.90 元和 1.23 元，较此前有一定下调。不过，我们仍然看好公司的业务发展前景，给予买入评级，目标价 21.6 元。

◆风险提示：

收入确认波动风险

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	1,128	1,500	2,198	3,135	4,248
净利润 (百万元)	23.64%	32.95%	46.55%	42.60%	35.51%
净利润增长率	295	373	484	668	914
EPS (元)	31.55%	26.53%	29.75%	38.03%	36.83%
ROE (归属母公司)	0.40	0.50	0.65	0.90	1.23
P/E	14.37%	15.70%	16.93%	19.47%	21.88%

买入 (维持)

当前价/目标价：16.80/21.60 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)：124.72

一年最低/最高(元)：16.62/28.96

近 3 月换手率：32.76%

股价表现(一年)



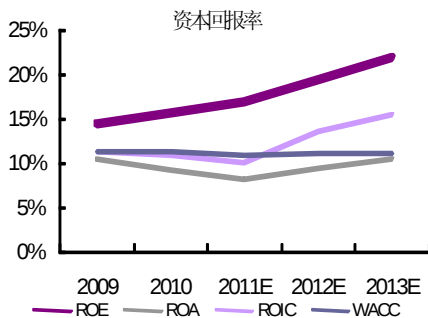
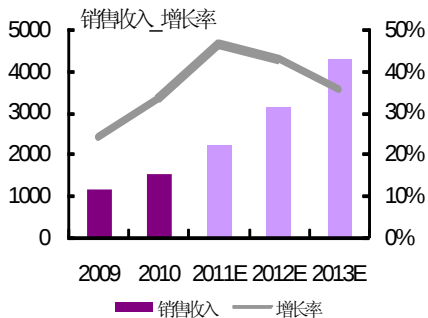
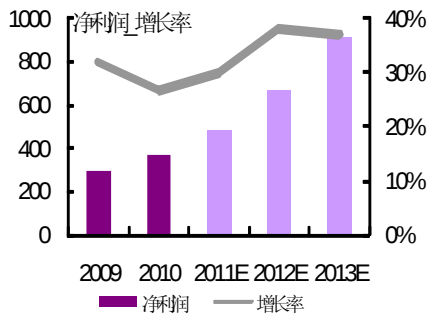
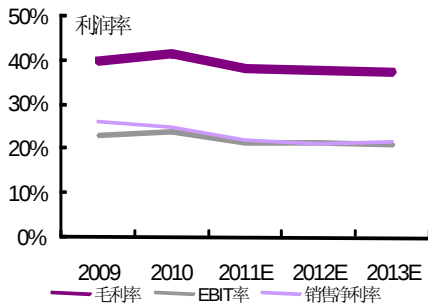
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.73	-4.23	12.47
绝对	-15.66	-22.79	-12.87

相关研报

收入快速增长，现金流改善可期

.....2011-08-17



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,128	1,500	2,198	3,135	4,248
营业成本	676	877	1,355	1,945	2,660
折旧和摊销	27	39	69	79	87
营业税费	9	12	18	25	34
销售费用	18	33	51	69	93
管理费用	150	195	297	423	552
财务费用	4	5	27	55	47
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	438	609	839
利润总额	333	438	547	759	1,039
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	294.76	372.96	483.90	667.95	913.96

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,817	4,065	5,972	7,088	8,774
流动资产	2,168	3,177	4,977	6,041	7,693
货币资金	849	831	1,649	2,174	2,826
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	734	1,238	1,629	1,787	2,219
应收票据	73	232	396	439	510
其他应收款	12	25	22	31	42
存货	365	637	1,011	1,259	1,644
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	3,106	3,652	4,590
无息负债	683	1,415	1,810	2,682	3,620
有息负债	80	268	1,296	970	970
股东权益	2,053	2,382	2,865	3,437	4,184
股本	495	742	742	742	742
公积金	751	536	584	651	743
未分配利润	806	1,097	1,533	2,037	2,693
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	17	1,136	985
净利润	295	373	484	668	914
折旧摊销	27	39	69	79	87
净营运资金增加	310	589	1,102	149	692
其他	-475	-915	-1,638	239	-708
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	1,001	-478	-214
股本变化	210	247	0	0	0
债务净变化	-130	188	1,028	-326	0
无息负债变化	-28	732	395	872	938
净现金流	422	-18	818	526	651

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%	46.55%	42.60%	35.51%
净利润增长率	31.55%	26.53%	29.75%	38.03%	36.83%
EBITDA 增长率	42.25%	38.32%	32.10%	39.12%	30.94%
EBIT 增长率	42.47%	37.57%	27.28%	42.79%	33.42%
估值指标					
PE	56	44	34	25	18
PB	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	38	42	33	24	18
EV/EBIT	42	47	38	26	20
EV/NOPLAT	47	55	43	30	22
EV/Sales	10	11	8	6	4
EV/IC	5	6	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	40.05%	41.55%	38.38%	37.94%	37.39%
EBITDA 率	25.59%	26.63%	24.29%	23.70%	22.90%
EBIT 率	23.22%	24.03%	21.15%	21.17%	20.85%
税前净利润率	29.52%	29.20%	24.87%	24.21%	24.45%
税后净利润率 (归属母公	26.13%	24.86%	22.01%	21.31%	21.52%
ROA	10.47%	9.21%	8.10%	9.42%	10.42%
ROE (归属母公司) (摊	14.37%	15.70%	16.93%	19.47%	21.88%
经营性 ROIC	11.17%	10.68%	9.94%	13.40%	15.33%
偿债能力					
流动比率	2.86	1.93	2.34	2.26	2.13
速动比率	2.38	1.54	1.87	1.79	1.68
归属母公司权益/有息债务	25.65	8.86	2.21	3.54	4.31
有形资产/有息债务	33.17	14.48	4.49	7.16	8.90
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.40	0.50	0.65	0.90	1.23
每股红利	0.10	0.00	0.13	0.22	0.37
每股经营现金流	0.21	0.12	0.02	1.53	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.29	-0.60	-1.09	0.50	0.10
每股净资产	2.76	3.20	3.85	4.62	5.63
每股销售收入	1.52	2.02	2.96	4.22	5.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

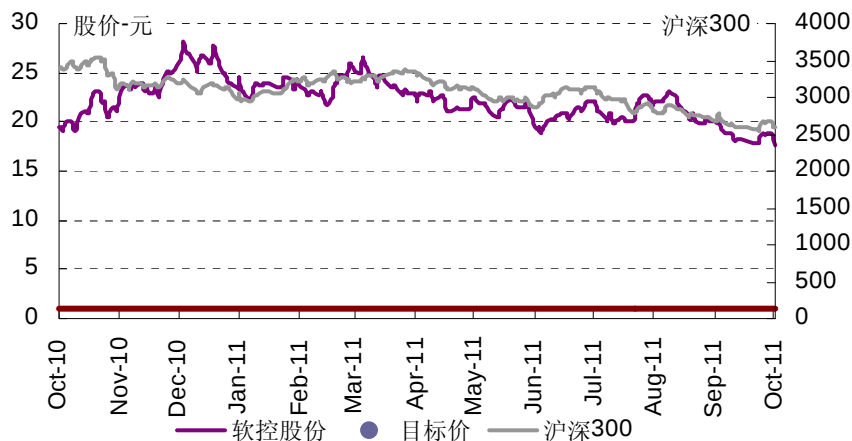
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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
2010-06-28	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
2011-08-17	22.30	29.80	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