

收购优质企业，进一步增强发展动能

公司研究简报

◆事件:

公司发布公告，拟通过收购 P&D TECHNOLOGIES,LIMITED 100%的股权而间接持有北京敬业 66.7%股权，收购价款为 1.6 亿-1.9 亿左右。

◆收购国内主流成型机供应商，增强相关领域实力

北京敬业是国内主流的成型机制造商，根据《欧洲橡胶杂志》的统计，公司在 2010 年凭借 4200 万美元的收入规模，在全球橡胶机厂商中排名第 28，在国内位列第 10，具备着较强的市场地位。该公司在技术方面拥有深厚积累，其拳头产品--半钢两次法成型机国内市场份额达到 50%以上，同时大量出口国际市场。收购成型机主流厂商将有效增强公司在相关领域的竞争实力。

◆强强联合，未来有望成为成型设备领导厂商

成型机是轮胎生产线上的关键设备，而且在投资中的占比最大，达到 30%左右；另一方面，成型机也是半钢生产线国产化率较低的装备，仅为 1/3 左右，因此成型设备进口替代将为软控提供可观的增长空间。据了解，在半钢成型机领域，软控的半钢一次法成型机拥有较强优势，而北京敬业的两次法成型设备实力出众，因此我们认为此次收购可以形成两家企业的强强联合，帮助软控在未来树立成型机市场的领先地位，进一步增强增长动能。

◆收购价格较低将带来业绩增厚效应

此次收购的价格较低，按照 1.6 亿-1.9 亿收购价款的中位数计算，标的资产的 P/B 与 P/S 不到 1 倍，对应的 PE 也仅为 6 倍左右。即便不考虑收购带来的协同效应以及经营业绩的增长，此次收购也将在 2012 年给公司带来约 0.04 元的业绩增厚。

◆下游需求依然相对稳定，维持买入评级

我们了解到公司下游需求依然相对平稳，这一方面是由于公司中高端客户较多，这些企业的盈利与现金流情况较为稳定，将继续产能建设以期获得更大的市场份额；另一方面，公司近年来推出的新产品在性能等方面拥有显著优势，因此受到下游客户的广泛欢迎。

暂不考虑收购给公司带来的利润贡献，我们维持公司 11-12 年 0.65 元、0.90 元的盈利预测，不过考虑到近期板块估值中枢的下移，下调公司目标价至 22.5 元，对应 2012 年主营业务 EPS 为 25X。

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	2,198	3,135	4,248
营业收入增长率	23.64%	32.95%	46.55%	42.60%	35.51%
净利润(百万元)	295	373	484	668	914
净利润增长率	31.55%	26.53%	29.75%	38.03%	36.83%
EPS(元)	0.40	0.50	0.65	0.90	1.23
ROE(归属母公司)	14.37%	15.70%	16.93%	19.47%	21.88%
P/E	40	32	25	18	13

买入(维持)

当前价/目标价: 16.00/22.50 元

目标期限: 6 个月

分析师

浦俊懿(执业证书编号: S0930512010001)

021-22169117

puijunyi@ebsecn.com

符健(执业证书编号: S0930511080001)

021-22169112

fujian@ebsecn.com

周励谦(执业证书编号: S0930510120024)

市场数据

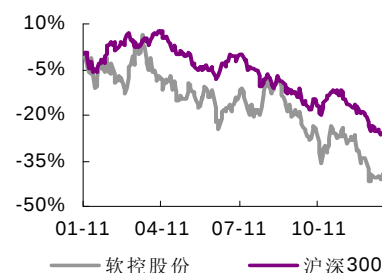
总股本(亿股): 7.42

总市值(亿元): 118.78

一年最低/最高(元): 13.26/26.57

近 3 月换手率: 40.63%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.25	-14.27	-19.17
绝对	-10.98	-18.84	-41.24

相关研报

收入快速增长，需求并不担心

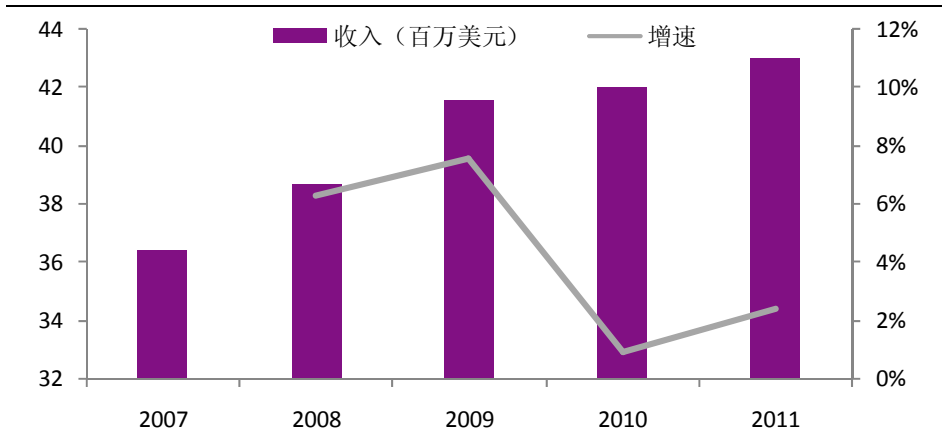
..... 2011-10-21

收购主流成型机供应商，增强相关领域实力

软控今晚发布公告，拟以 1.6 亿-1.9 亿元的价格，收购 P&D 公司 100% 股权，从而间接获得北京敬业 66.7% 的股权。

北京敬业成立于 1996 年，是国内主流的成型机研发、生产与制造企业。根据权威杂志《欧洲橡胶杂志》的统计，公司在 2010 年凭借 4200 万美元的收入规模，在全球橡胶机械 31 强中排名第 28，在国内位列第 10，具备着较强的市场地位。过去数年，公司营收规模一直保持平稳增长，2011 年达到了 2.7 亿元左右。

图表 1： 公司 2007-2010 年收入规模及增速



资料来源：欧洲橡胶杂志，公司公告

北京敬业在技术方面拥有深厚积累，其拳头产品--半钢两次法成型机竞争力突出，国内市场份额达到 50% 以上，同时大量出口国际市场。另外，公司也拥有优质的客户群体，国内客户包括上海米其林回力、杭州中策、杭州朝阳、安徽佳通、山东三角等数十家企业；同时，公司产品也远销海外多个国家和地区，2010 年出口交货值占销售收入比重达 34.7%，达到 9000 万元左右，处于国内橡胶机企业领先地位。

强强联合，未来有望成为成型设备领导厂商

我们认为北京敬业与公司自身业务之间存在着较强的协同效应，在业务整合完成后公司将有望在成型机领域获得领先地位。

半钢成型机目前的主流设备包括一次法成型机和两次法成型机。其中，一次法成型机占地面积小，生产提速较为容易，但无法生产一些特定规格的产品；而两次法成型设备生产的产品规格较为全面，但提速较难。目前，从国外半钢产品线的情况来看，一次法和两次法设备的应用基本上平分秋色，而在国内市场，两次法成型机优势相对更为明显。

成型机是轮胎生产线上的关键设备之一，而且在投资中的占比最大，达到 30% 左右；而另一方面，成型机也是半钢生产线国产化率较低的装备，国外产品的占比仍在 2/3 左右，因此成型设备的进口替代将为橡胶企业提供显著的增长空间。据了解，在半钢成型机领域，软控的半钢一次法成型机拥有较强优势，而北京敬业的两次法成型设备实力出众，因此我们认为软控收购北京敬业后可以形成两家企业的强强联合，逐步占据成型机市场的领先地位，这也将给软控未来的增长提供了更为强劲的动力。

收购价格较低将带来业绩增厚效应

P&D 公司除了持有北京敬业 66.7%的股份外，没有其他经营性资产。根据未经审计的财务数据，P&D2011 年期末净资产为 1.87 亿元，营业收入为 1.82 亿元，扣除非经常性损益后的净利润为 2600 万左右，而公司拟收购的价格为 1.6-1.9 亿元，这意味着标的资产 P/B 与 P/S 仅为 1 倍左右，而对应的 PE 也仅为 6 倍左右。即便不考虑收购带来的协同效应以及业绩增长，此次收购也将在 2012 年给公司带来约 0.04 元的业绩增厚。

表 2：P&D 公司 2011 年主要财务指标

项 目	2011 年 12 月 31 日
资产总额	469.9
负债总额	282.4
净资产	187.4
	2011 年度
营业收入	182.8
营业利润	144.5
净利润	140.4
扣除非经常性损益后的净利润	26.0
经营活动产生的现金流量净额	-84.3

资料来源：公司公告

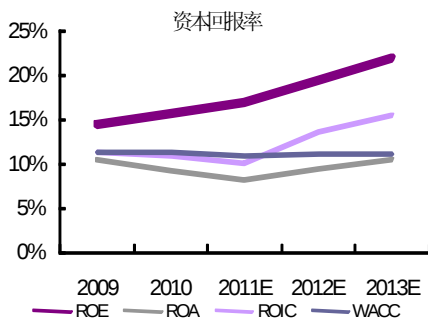
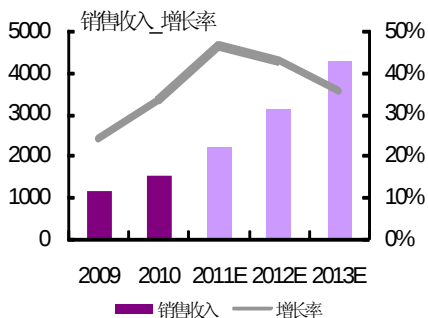
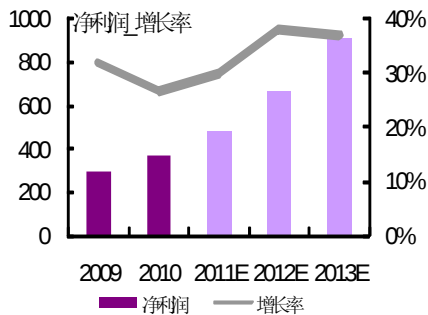
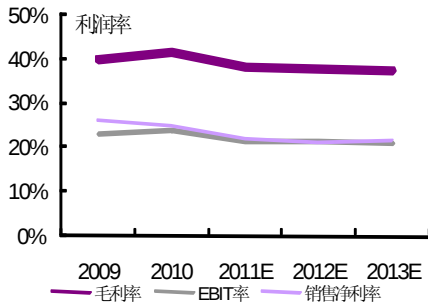
下游需求依然相对稳定，维持买入评级

目前市场较为担心下游轮胎行业需求下滑将给公司的增长带来不利影响，但我们通过之前与众多的轮胎企业、橡胶企业进行深入交流，了解到目前轮胎企业对于半钢胎的产能依然有较高的投资热情，而公司与其他橡胶企业相比，也处于景气度更高的位置。我们认为这一方面与公司下游客户以中高端类型居多，这些企业的盈利与现金流情况相对较为稳定，将继续进行产能建设以期获得更大的市场份额；另一方面，公司近年来推出的新产品在性能等方面拥有显著优势，因此受到客户的广泛欢迎。我们认为公司的下游需求依然相对稳定，比市场预期的情况要好。

暂不考虑收购给公司带来的利润贡献，我们维持公司 11-12 年 0.65 元、0.90 元的盈利预测，不过考虑到近期板块估值中枢的下移，下调公司目标价至 22.5 元，对应 2012 年主营业务 EPS 为 25X。

附录:

排名	公司名	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
1	神户制钢/日本	190	231	261.15	352
2	H-F 公司/德国	290	299.4	289.72	290
3	飞迈/荷兰	181	159.2	204.03	272
4	青岛软控/中国	64.1	118.4	168.66	228
5	益阳橡机/中国	65	106.1	108	109
6	贝尔斯托夫/德国	71.7	52.5	68.01	109
7	三菱重工/日本	100	100	108.81	107
8	中田工程/日本	57.6	50.6	92.49	104
9	拉森特博洛/印度	70	72.6	74.74	98
10	桂林橡机/中国	91.4	92.1	87.7	90
11	大陆机械/德国	116	108.3	91.13	87
12	华橡自控/中国	76.3	76.8	76.49	86
13	大连橡塑/中国	67.9	70.9	66.77	86
14	德斯玛/德国	88.4	116	123.91	84
15	双星机械/中国		41.3	56.62	83
16	天津赛象/中国	97	123.2	90.18	79
17	柯梅里奥/意大利	34.2	30.1	68.01	76
18	特罗埃斯特/德国	56.6	72.6	68.01	76
19	LWB/德国	39.1	34.4	60.68	72
20	Zeppelin/德国				61
21	桂林橡胶设计院/中国	27.1	32.6	43.91	58
22	Wyko/英国				54
23	马普兰/奥地利				50
24	REP/法国	66.7	57.3	61.21	48
25	北京航空制造/中国	35.1	32.7	36.13	46
26	Proverio/意大利			39.45	44
27	东毓/中国台湾.			26.69	43
28	北京敬业/中国	36.4	38.7	41.62	42
29	四川亚西/中国			30.22	42
30	赫伯特/德国	72.5	70.1	74.81	41
31	上海精元/中国	34.8	36.6	34.44	32



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	40	32	25	18	13
PB	6	5	4	3	3
EV/EBITDA	27	31	25	17	13
EV/EBIT	30	34	28	19	14
EV/NOPLAT	34	40	32	22	16
EV/Sales	7	8	6	4	3
EV/IC	4	4	3	3	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

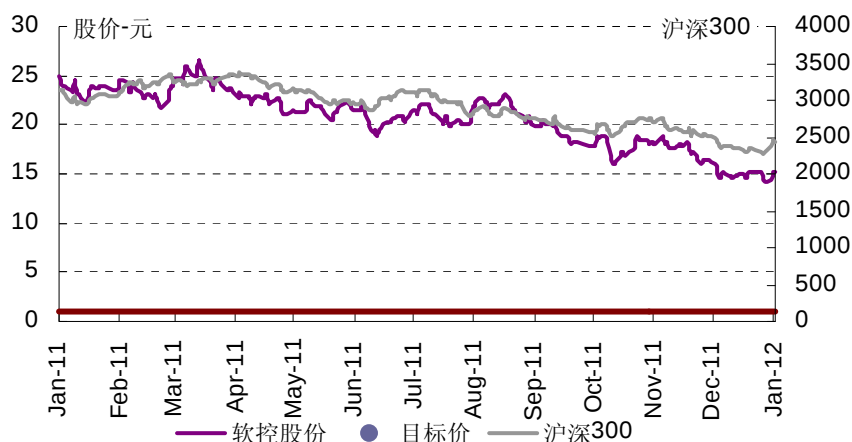
浦俊懿，浙江大学自动化专业学士，香港大学管理学硕士。曾任职于湘财证券，2010 年加入光大证券后，从事计算机行业研究。

符健，CFA CIIA FRM，北京大学，管理学与理学双学士学位。曾任职于中国工商银行资产托管部，有近 4 年金融软件项目开发经验，自加入光大证券研究所以来，从事计算机行业研究。

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 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

投资建议历史表现图

软控股份 (002073)



日期	股价	目标价	评级
2010-08-17	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
2011-10-21	16.80	21.60	买入
2011-12-07	16.32	21.60	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
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com