

中性 ——首次

浪潮软件 (600756.SZ)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2013年10月31日

行业: IT行业

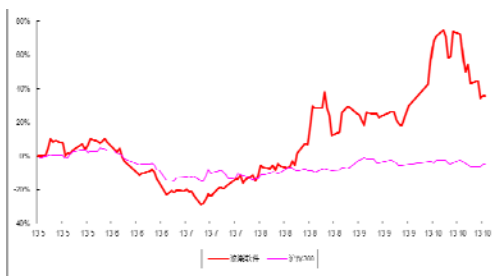


陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120022

倪济闻
021-53519888-1986
nijiw@shzq.com
执业证书编号: S0870512060001

基础数据(13Q3)

报告日股价(元)	14.14
12mth A 股价格区间(元)	19.24/7.25
总股本(百万股)	278.75
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值(百万元)	3,941.49
每股净资产(元)	2.60
PBR(X)	5.45
DPS(Y12,元)	0.04
主要股东(13Q3)	
浪潮齐鲁软件产业有限公司	22.20%
泰安市泰山宾馆有限责任公司	2.51%
袁晓红	2.51%
王萍	1.79%
中国证券投资者保护基金有限	1.12%
收入结构(1H13)	
系统集成	100.00%

最近6个月股价与沪深300指数比较

报告编号:

首次报告时间:

相关报告:

收入增速下降, 薪酬成本上升

全年净利润可能大幅下降

主要事项:

公司公布了前三季度业绩报告, 我们对此进行点评。

主要观点:**受限于去年高基数, 三季度收入同比下降-15.87%**

2013年1-9月, 公司分别实现营业收入同比增长24.39%; 实现营业毛利同比增长18.26%; 实现主营业务利润同比增长-166.41%; 实现归属于母公司所有者的净利润同比增长-782.06%; 实现每股收益(摊薄后)-0.16元。从7-9月单季度情况看, 公司实现营业总收入125.74百万元, 同比增长-15.87%, 慢于1-9月收入增长, 占1-9月营业总收入的比为26.35%。

管理费用上升, 导致营业利润下滑较快

公司期间费用增长幅度较大, 公司营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失对应的收入比率分别为1.32%、4.90%、28.38%、-0.36%和0.71%, 合计为34.95%, 高于上一年同期(34.22%)0.01个百分点。其中, 销售费用和管理费用增幅分别达到32.25%和36.57%, 主要受到薪酬成本上升的影响。综合其他经营收益减少等因素, 导致公司前三季度营业利润出现亏损4825万元, 较去年同期1419万元盈利, 下降幅度明显。

公司估值较高, 有一定的估值风险

目前公司股价处于历史高位, 达到13.78元, 市销率(TTM)4.74倍, 估值较高。预计全年动态ROE在1.99%, 且呈下降趋势, 目前市净率在5.3倍, 处于高位。有估值过高的风险。

投资建议:

我们给予公司2013~2015年营业收入至823.96、1,029.96和1,287.45百万元, 同比增长15%、25%和25%; 分别实现归属母公司者净利润14.42、32.09和46.34百万元, 同比增长-63.50%、122.52%和44.44%; 分别实现每股收益(按最新股本摊薄)0.05、0.12和0.17元。按2014年的动态市盈率120倍估值, 给予公司未来6个月目标股价14.4元。

所以, 首次给予公司未来6个月的投资评级为“中性”。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	716.49	823.96	1,029.96	1,287.45
年增长率(%)	27.74	15.00	25.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润	39.50	14.42	32.09	46.34
年增长率(%)	249.12	-63.50	122.52	44.44
每股收益(按最新股本摊薄后计算, 元)	0.14	0.05	0.12	0.17
PER(X)	101.00	273.36	122.84	85.05

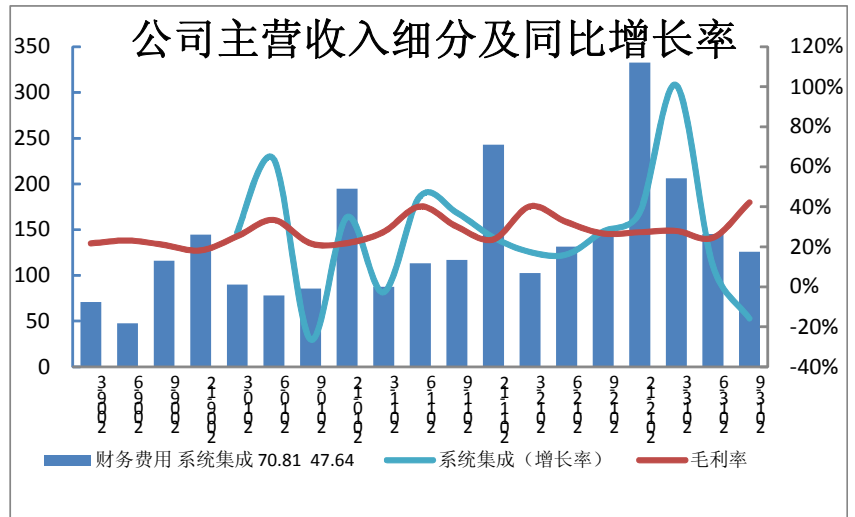
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (对应股价为 2013-10-30 日收盘价)

2013 年 10 月 31 日

一、 受限于去年高基数，收入同比下降

2013年1-9月，公司分别实现营业收入同比增长24.39%；实现营业毛利同比增长18.26%；实现主营业利润同比增长-166.41%；实现归属于母公司所有者的净利润同比增长-782.06%；实现每股收益（摊薄后）-0.16元。从7-9月单季度情况看，公司实现营业总收入125.74百万元，同比增长

图1：单季度收入、增长与毛利率



数据来源：公司公告上海证券研究所整理

-15.87%，慢于1-9月收入增长，占1-9月营业总收入的比为26.35%。

考虑到公司一贯在四季度节入全年收入的40%以上营业收入，而且去年四季度营业收入达到公司历史峰值。所以，我们预计今年全年营收有望实现4.18%的增长。

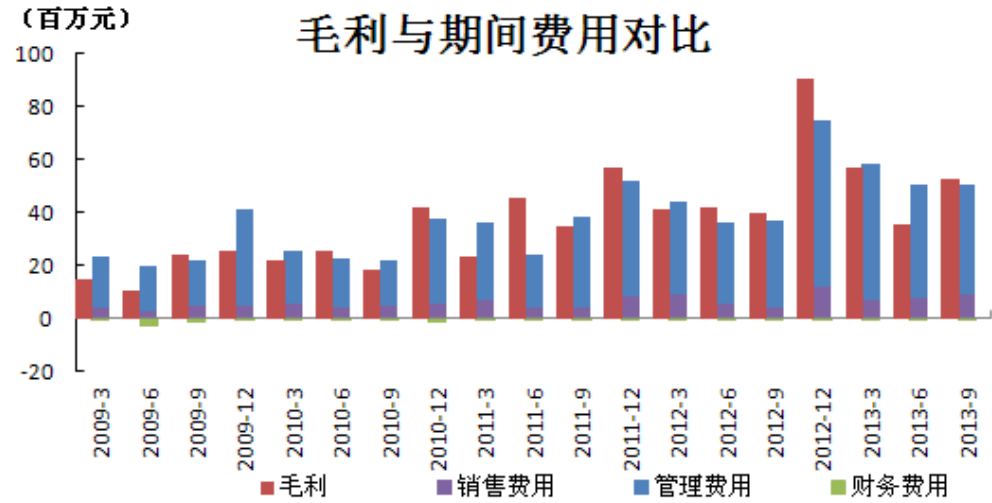
二、 管理费用上升，导致营业利润下滑较快

公司期间费用增长幅度较大，公司营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失对应的收入比率分别为1.32%、4.90%、28.38%、-0.36%和0.71%，合计为34.95%，高于上一年同期（34.22%）0.01个百分点。其中，销售费用和管理费用增幅分别达到32.25%和36.57%，主要受到薪酬成本上升的影响。

同时，公司参股子公司的投资收益在今年全面转向负面，导致其他经营收益减少。

综合上述因素，导致公司前三季度营业利润出现亏损4825万元，较去年同期1419万元盈利，下降幅度明显。

图 2: 营业利润率与期间费用变化

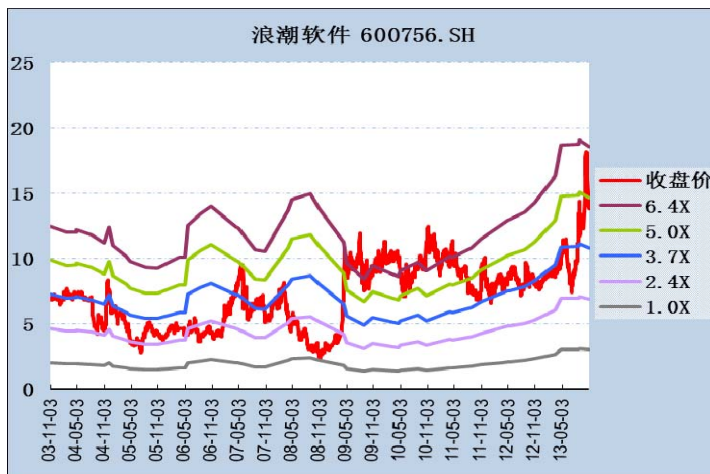


数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

公司市销率处于历史高位

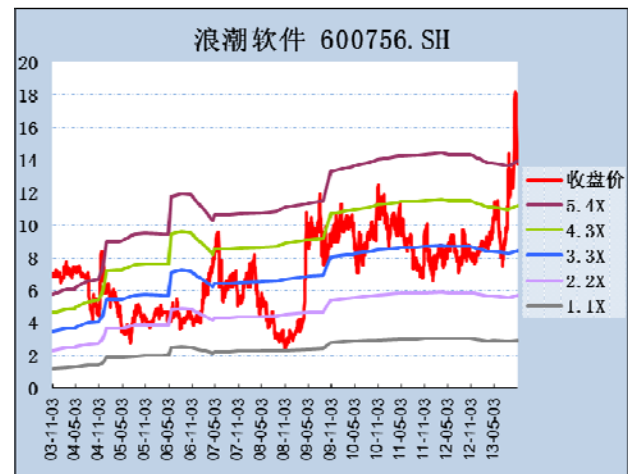
目前公司股价处于历史高位, 达到 13.78 元, 市销率 (TTM) 4.74 倍, 估值较高。预计全年动态 ROE 在 1.99%, 且呈下降趋势, 目前市净率在 5.3 倍, 处于高位。提醒投资人注意估值回归风险。

图 3: 历史市销率 (TTM) 估值



数据来源: Wind 上海证券研究所整理

图 4: 历史市净率估值



数据来源: Wind 上海证券研究所整理

三、 公司损益表预测

表 1: 公司损益表预测

百万元	2012	2013E	2014E	2015E
一、 营业总收入	716.49	823.96	1,029.96	1,287.45
增长率	27.74%	15.00%	25.00%	25.00%
营业成本	502.19	576.78	720.97	901.21
二、 营业毛利	214.30	247.19	308.99	386.23
增长率	32.25%	15.35%	25.00%	25.00%
毛利率	29.91%	30.00%	30.00%	30.00%
营业税金及附加	12.33	10.71	13.39	16.74
销售费用	29.17	37.08	46.35	57.94
管理费用	162.34	189.51	216.29	257.49
财务费用	-2.03	-1.65	1.03	3.86
资产减值损失	11.91	8.24	10.30	12.87
三、 主营业利润	0.58	3.30	21.63	37.34
增长率	125.77%	464.66%	556.25%	72.62%
收入比	0.08%	0.40%	2.10%	2.90%
公允价值变动净收益				
投资净收益	38.77	3.88	5.04	6.55
汇兑净收益				
四、 营业利润	39.35	7.17	26.67	43.89
营业外净收益	4.53	8.50	10.00	10.00
五、 利润总额	43.88	15.67	36.67	53.89
减: 所得税	4.70	1.57	4.77	7.01
六、 净利润	39.19	14.11	31.90	46.88
少数股东损益	-0.32	-0.31	-0.18	0.54
归属于母公司所有者的净利润	39.50	14.42	32.09	46.34
增长率	249.12%	-63.50%	122.52%	44.44%
收入比	5.51%	1.75%	3.12%	3.60%
七、 每股收益:				
调整后的加权平均股本(百万股)	278.75	278.75	278.75	278.75
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.14	0.05	0.12	0.17
增长率	250.00%	-63.05%	122.52%	44.44%
PER(X)	101.00	273.36	122.84	85.05
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.14	0.05	0.12	0.17
增长率	249.12%	-63.50%	122.52%	44.44%
PER(X)	99.77	273.36	122.84	85.05

数据来源: Wind 上海证券研究所整理

投资建议:

我们给予公司 2013~2015 年营业收入至 823.96、1,029.96 和 1,287.45 百万元, 同比增长 15%、25% 和 25%; 分别实现归属母公司者净利润 14.42、32.09 和 46.34 百万元, 同比增长-63.50%、122.52%和 44.44%; 分别实现每股收益(按最新股本摊薄) 0.05、0.12 和 0.17 元。按 2014 年的动态市盈率 120 倍估值, 给予公司未来 6 个月目标股价 14.4 元。

所以, 首次给予公司未来 6 个月的投资评级为“中性”。

分析师承诺

分析师 陈启书 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。