

分析师： 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080256

联系人： 杨靖凤 021-68751636 yangjf@cjsc.com.cn

收入时点滞后，四季度加速

事件描述

软控股份公布 2010 年三季报，主要财务指标如下：

表 1：软控股份 2010 年三季报主要财务数据

	2010Q3	2009Q3	同比增速
营业收入（万元）	87049	76478	13.82%
营业利润（万元）	21911	16137	35.78%
净利润（万元）	21702	17831	21.71%
经营活动现金流（万元）	10399	3523	195.16%
EPS（元）	0.29	0.24	
ROE	10.04%	11.25%	减少 1.21 个百分点

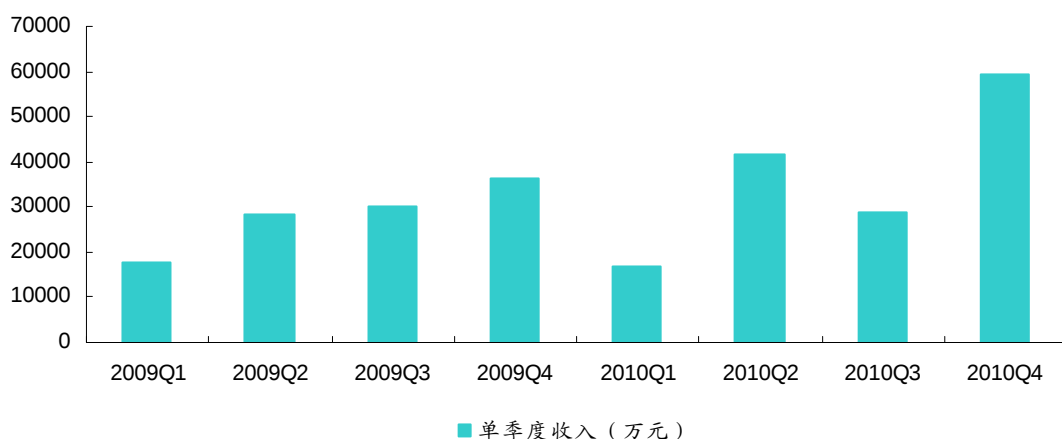
资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

第一，业绩略低于预期，但仍不乏亮点

公司三季度营收同比增长 13.82%，净利润同比增长 21.71%，与公司前期公告的 20—40%增长区间相比，业绩略低于预期，其原因主要在于公司项目在不同季度分布并不均匀，今年四季度项目完工较多所致。我们认为，随着四季度项目结算逐步进入高峰期，公司收入增速将得到明显提升。与去年相比，今年二、四季度为高峰期，三季度为淡季，而去年三、四季度为收入确认高峰期。

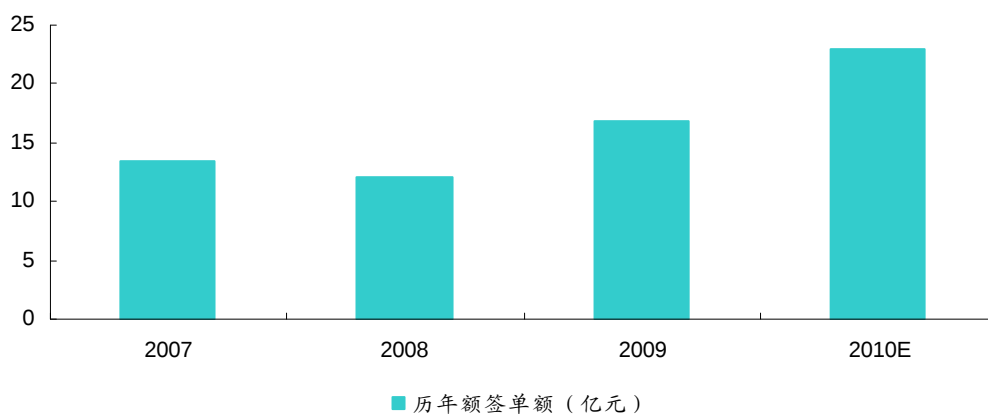
图 1：软控股份近 2 年单季度收入比较（2010 年四季度为预测数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

除项目收入确认时点滞后外，销售费用的大幅增长也在一定程度上影响了公司净利润，据了解，公司销售费用增长主要由于签单项目较多所致，但这也为公司后续业绩增长奠定了基础，我们预计公司全年订单将超过 23 亿元，较去年同比增长 40% 左右，也即公司明年业绩增长将得到保障。

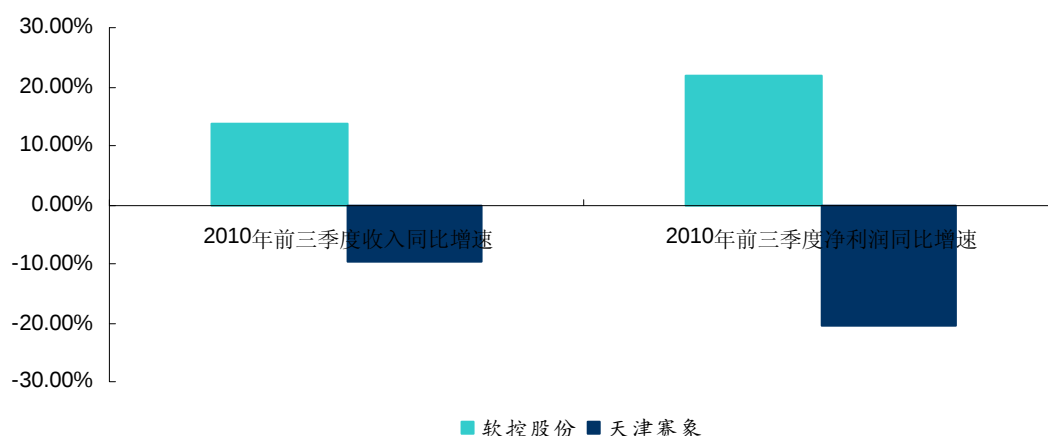
图 2：软控股份近几年签单额（2010 年为预测数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

事实上，与行业内公司相比，软控业绩表现仍然十分强劲，天津赛象作为国内工程胎成型机的龙头企业，其前三季度收入和利润均出现下滑，这也从侧面反映软控强大的研发能力及多产品线抵御风险的能力较强。

图 3：软控股份与天津赛象比较



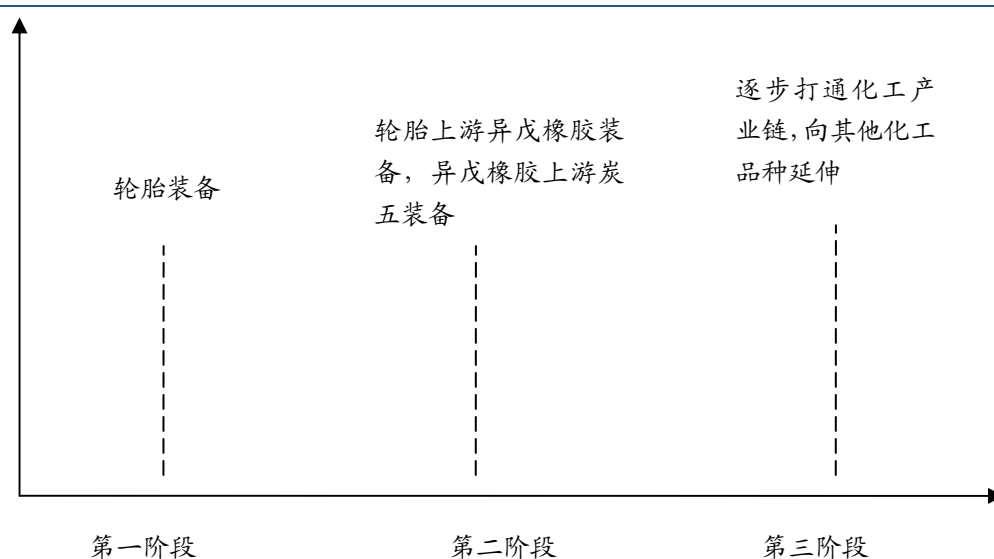
资料来源：公司公告，长江证券研究部

值得关注的是，公司前三季度毛利率达到 42.4%，为近三年最高水平，且较去年同期增长 6.8 个百分点，我们认为，公司毛利率提升得益于新产品及软件占比的提升，同时也表明公司产品附加值逐步提升，未来毛利率仍有进一步提升空间。

第二，新产品、出口、化工成为公司未来新的增长点

我们认为，对于软控，其未来成长源自公司强大的研发能力带来的新产品、出口、化工等市场的规模性突破。在轮胎装备领域，半钢成型机、一次法密炼机、轮胎 MES 系统将成为公司新的增长点。在区域拓展上，既缅甸签署 4.7 亿订单后，凭借其示范效应，明年订单有望延续。在印度市场，随着其轮胎项目陆续上线，缺乏本土轮胎装备厂商的印度将成为软控未来海外的主要增长点。在行业拓展上，一个可喜的信号是，公司去年签署的青岛伊科斯异戊橡胶一期项目已试用成功，这表明公司在化工领域已取得实质成效。而今年签署的异戊橡胶上游碳五分离项目也有望明年取得成功，在项目的示范作用下，软控在化工其他产品领域的拓展有望取得成功，化工将成为公司未来最大的看点，对此，我们保持较为乐观的态度。

图 4：软控股份化工领域发展路线



资料来源：长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.54、0.80 元，公司业绩增长较快，目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 36、24 倍，估值优势明显，维持对其“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1128	1500	2133	2834	货币资金	849	819	848	1013
营业成本	676	881	1238	1632	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	452	619	895	1202	应收账款	746	1008	1456	1944
% 营业收入	40.0%	41.3%	41.9%	42.4%	存货	365	476	669	881
营业税金及附加	9	13	18	24	预付账款	135	174	244	322
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	18	27	34	45	流动资产合计	2168	2566	3345	4331
% 营业收入	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	150	203	277	340	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.3%	13.5%	13.0%	12.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	4	-1	-3	-3	投资性房地产	18	18	18	18
% 营业收入	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	463	552	642	733
资产减值损失	8	2	2	10	无形资产	138	134	130	126
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	15	0	0	1
营业利润	262	376	566	786	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	23.2%	25.1%	26.6%	27.7%	资产总计	2817	3286	4151	5225
营业外收支	71	70	90	95	短期贷款	80	0	0	0
利润总额	333	446	656	881	应付款项	495	640	899	1184
% 营业收入	29.5%	29.8%	30.8%	31.1%	预收账款	179	225	320	425
所得税费用	38	45	66	88	应付职工薪酬	5	6	9	11
净利润	295	402	591	793	应交税费	-17	-6	-8	-11
归属于母公司所有者					其他流动负债	18	22	31	40
的净利润	294.8	401.8	590.7	793.1	流动负债合计	759	887	1249	1650
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.40	0.54	0.80	1.07	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	157	227	240	412	负债合计	763	891	1253	1654
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2052	2393	2896	3570
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
无形资产投资	0	-3	-3	-3	股东权益	2053	2395	2897	3571
固定资产投资	-177	-115	-121	-128	负债及股东权益	2817	3286	4151	5225
其他	-8	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-185	-118	-124	-131		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.397	0.541	0.796	1.068
股权融资	589	0	0	0	BVPS	4.15	4.84	5.85	7.21
银行贷款增加（减少）	-130	-80	0	0	PE	48.81	35.81	24.36	18.14
筹资成本	9	-59	-86	-116	PEG	1.25	0.92	0.62	0.46
其他	-19	0	0	0	PB	4.67	4.01	3.31	2.69
筹资活动现金流净额	449	-139	-86	-116	EV/EBITDA	46.60	33.27	22.51	16.17
现金净流量	421	-30	30	165	ROE	14.4%	16.8%	20.4%	22.2%

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。