

软控股份(002073.sz)

出口、总包、橡胶设备三重驱动，公司面临加速发展良机

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010003

内资企业半钢轮胎投资力度加大将促进公司橡胶设备加快发展

2010 年之前内资轮胎企业的设备投资偏向于载重汽车所用的全钢轮胎生产线，从 2010 年以来内资轮胎企业面向轿车用半钢轮胎生产线的投资明显增加。我们判断内资轮胎企业半钢子午化轮胎设备的投资高峰将带动公司橡胶设备国内销售收入在 2011 年出现较快增长。

海外市场与化工总包 2011 年有望继续获得大额订单

2010 年缅甸 MEC 公司 4.5 亿元订单预计在 2011 年确认收入，此外越南、泰国等东南亚国家都处于建立本国橡胶轮胎工业的初始阶段，公司是欧美轮胎巨头以外有能力提供成套橡胶设备交钥匙工程能力的唯一选择，海外市场面临良好机遇。

化工总包方面，2009 年以来公司相继与青岛伊科思和抚顺伊科思签订化工总包合同。随着青岛伊科思项目的验收投产，公司有望通过伊科思“样板工程”的顺利完工，进一步获得化工行业其他企业的总包合同。

盈利预测与估值评级

作为传统的优质投资标的，公司具备长期投资价值，且 2011 年开始公司业务发展加速迹象明显，因此维持原来的“买入”评级。

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.50 元、0.86 元和 1.21 元，对应 2010 年、2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 49.28 倍、28.65 倍和 20.36 倍。按照 2011 年 35 倍 PE 估算给予 6 个月合理目标价格 30.10 元。

风险提示

交付能力提升较慢的风险；海外订单签订慢于市场预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	912.49	1128.23	1497.29	2357.10	3334.74
增长率(%)	81.60%	23.64%	32.71%	57.42%	41.48%
EBITDA(百万元)	243.69	301.18	413.43	695.30	998.02
净利润(百万元)	224.07	294.76	374.69	639.25	899.65
增长率(%)	56.34%	31.55%	27.12%	70.61%	40.73%
每股收益(元)	0.79	0.60	0.50	0.86	1.21
市盈率	13.36	37.69	35.25	20.66	14.68
市净率	2.56	5.41	5.44	4.31	3.33
EV/EBITDA	11.42	34.34	29.75	17.64	11.98

数据来源: 软控股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	24.64
目标价格(元)	30.10
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.29%	-11.53%	54.03%
沪深 300	0.06%	3.06%	-3.95%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	742.37/523.45
主要股东:	袁仲雪
主要股东持股比例	19.36%

财务比率

ROE	14.37%
ROA	13.74%
资产负债率	27.10%
每股净资产(元)	4.15

2009 年报数据

2011年内资轮胎企业有望开始半钢轮胎设备投资高峰

从全球轮胎生产的整体格局来判断，欧美发达国家由于劳动力成本较高等原因，其产能在逐步减少；东南亚地区虽然具备天然胶的资源优势，但发展轮胎工业所需的橡胶装备、高素质工人、添加剂等配套资源相对较弱；中国则具备发展轮胎工业所需的天然胶以外的其他生产要素，且距离东南亚等天胶产地较近，因此我国已成为全球轮胎行业发展的重心。

子午胎是轮胎的发展方向，是斜交胎的更新换代产品，具有节油、耐磨、行驶里程高、速度快、安全舒适等优点。2010年之前内资轮胎企业的设备投资偏向于载重汽车所用的全钢轮胎生产线，从2010年以来内资轮胎企业面向轿车用半钢轮胎生产线的投资明显增加。我们判断，内资轮胎企业半钢子午化轮胎设备的投资高峰将带动公司橡胶设备国内销售收入在2011年出现较快增长。

2011年3月22日，公司与山东奥赛轮胎签订了总额5.7亿元的半钢子午胎橡胶设备合同，包括上辅机系统、小料称量系统、气力输送系统、氮气硫化装置、半钢成型机、裁断机、内衬层压延生产线、检测设备、硫化机、半钢活络模具等成套设备。

我们判断公司5.7亿元合同应该只对应山东奥赛一期400万左右的产能，一期产能达产后，预计后续二期项目仍有望产生更大规模的潜在订单。除山东奥赛以外，2010年以来国内其他轮胎企业的半钢子午胎投资也明显增加。尽管相比海外市场，国内轮胎企业新上的交钥匙项目比较少，以设备的后续添置为主，但从总量上判断内资轮胎企业半钢轮胎生产线投资增加将直接带动公司橡胶设备国内销售收入的提升。

海外市场潜力巨大，东南亚有望继续斩获大订单

东南亚地区大部分国家工业基础薄弱，根据天然胶资源优势重点发展轮胎等橡胶工业，是当前很多东南亚国家政府发展工业的优先选择。全球范围内具备完整轮胎橡胶设备提供能力的企业并不多，只有部分欧美轮胎巨头和公司。欧美轮胎巨头出于竞争考虑自然不热衷于向东南亚国家提供成套先进橡胶设备，在此情况下公司成为东南亚国家发展橡胶工业时有能力提供先进轮胎橡胶设备特别是交钥匙项目的唯一选择。

2010年6月22日，公司与缅甸MEC公司达成协议，提供年产85.5万套轮胎项目的生产设备供货及包括安装、调试在内的全套服务，合同价格为6983万美元约合4.5亿元人民币，实现了海外市场拓展的重大突破。

与国内轮胎生产企业的产能相比，MEC公司85.5万套轮胎生产项目并不算很大，我们认为MEC首先争取的是建立独立的橡胶工业基础，随着首期工程的顺利达产后续有望释放出更大的设备需求。类似地，东南亚地区除缅甸之外越南、泰国、印尼等国家的橡胶设备市场需求都有望逐步启动，2011年公司有望继续在东南亚市场斩获大额出口订单。

伊科思项目仅仅是化工领域市场开拓的开始

公司的成长历史清晰地表明优秀公司总能不断突破已有业务的市场规模限制：从成

立之初的小料配料称量系统到橡胶设备全业务线产品的提供能力，再到与橡胶设备接近的化工总包项目，公司通过领先的技术和管理实力不断成功拓展到新业务领域。

化工项目中涉及的设备主要以压力容器、压力管道、泵、塔、罐等容器为主，从技术上讲对公司并不构成太高的门槛，公司进入化工总包领域的主要问题在于作为一个外来者被认同和接受需要一定的过程。因此公司与伊科思的化工总包项目具有进军化工领域的示范项目的性质，项目的实施成功有望打开后续更广阔的市场空间。

在合成橡胶的十三个胶种中，只有异戊橡胶是替代天然胶的，随着天然胶价格的上涨，异戊橡胶替代天然胶的成本优势日益明显。在伊科思项目之前国内并没有这方面的生产技术，而以进口为主。随着伊科思取得异戊橡胶加工工艺的突破，目前国内规划产能出现大幅增加，2010年国内规划产能在28、29万吨左右。异戊橡胶的来源主要是碳五或者碳四，因此抚顺伊科思的碳五分离项目实际上也是其异戊橡胶生产链条中的一个环节。

2009年5月11日公司与青岛伊科思签订合同，为其10万吨异戊橡胶一期3万吨项目提供化工总包，合同金额26110万元；2010年5月17日公司与抚顺伊科思签订15万吨裂解碳五分离项目的化工总包合同，合同金额29320万元；2011年3月29日，公司与抚顺伊科思签订4万吨异戊橡胶联合装置的化工总包合同，合同金额9151万元。

考虑到伊科思青岛项目仅仅是一期3万吨项目的化工总包，仅伊科思公司的后续订单规模就相当可观。此外通过伊科思的化工总包项目公司更有望成功获得化工行业其他企业的认可，进而在2011年内赢得更大规模的化工行业订单。

MES软件能进一步带动橡胶设备的销售提升

轮胎企业软件架构大体上可以分为四个层次，软控股份原来生产的设备控制类软件位于第一级；通用的ERP、OA等企业属于第四级；与轮胎制造专业属性紧密结合的MES软件则属于第三级。

公司的MES软件目前已经是第四代产品，经过前三代产品的探索和改进，现有产品已经能够较好的匹配轮胎制造企业的业务特性和需求。从2011年初至今的市场反应来看，明显区别于过去几年的情况是现在已经有相当多的轮胎企业在新建厂房、新建生产线之前就开始把信息化即MES软件的使用作为信息化整体投入的重要环节来考虑。

我们认为MES软件一方面可以成为公司未来新的增长点，另一方面公司可以通过MES软件更早地对客户项目从设计环节就开始接触和参与，这能更有效的推动公司橡胶设备硬件产品的后续销售，因此MES软件对公司的贡献不仅仅体现在其自身的销售额上。

MES项目的投资额比ERP要更高一些，通常企业会选择从部分模块开始逐步实施。2011年我们预计公司MES软件产品有望实现6000-7000万元的收入规模，但由于毛利率较高因此对净利润将有更高的贡献。

轮胎翻新裂解等业务是长期增长点

废旧轮胎的处理包括两个层面：

一是在旧轮胎骨架完好的情况下，可以通过对旧轮胎的翻新处理，实现轮胎的重复利用，相比新轮胎，翻新后的轮胎反而具备更长的行驶里程寿命。国外轮胎翻新已经有

成熟的使用环境，比如美国的轮胎翻新率高达60%以上。而国内目前制约翻新轮胎大规模使用的主要问题在于缺乏对翻新轮胎企业资质的认定标准，以至于很多小企业将骨架损坏的轮胎也拿来翻新后出售，这种翻新轮胎的使用寿命很短于是严重影响了消费者对于翻新轮胎的选择倾向。

第二个层面是对骨架已经坏掉的轮胎，无法翻新使用的情况下，通过裂解等手段将钢筋、炭黑、油气等资源提取出来回收再利用。

在此情况下，目前公司轮胎翻新业务仍然以出口为主，国内市场的启动还需要等待整个产业环境的进一步成熟。但轮胎翻新、裂解业务作为符合循环经济发展方向的新型业务，未来具有广阔的成长空间。

维持“买入”投资评级

综合考虑公司各业务线的最新进展，我们认为2011年公司在橡胶设备海外出口市场和化工总包领域都有可能获得新的大额订单。作为传统的优质投资标的，公司具备长期投资价值，且2011年开始公司业务发展加速迹象明显，因此维持原来的“买入”评级。

我们预测公司2010年、2011年和2012年全面摊薄EPS分别为0.50元、0.86元和1.21元，对应2010年、2011年和2012年动态市盈率分别为49.28倍、28.65倍和20.36倍。按照2011年35倍PE估算给予6个月合理目标价格30.10元。

风险提示

交付能力提升较慢的风险

2010年公司生产线搬迁至胶州基地后，生产能力有了很大提高，外协比例进一步降低。但考虑到交付能力的提升是厂房、设备、员工数量、管理能力的综合作用结果，我们认为与饱满的订单情况相比，交付能力仍然是公司实现快速发展的一个限制。

海外订单签订慢于市场预期的风险

与国内业务相比，公司海外业务受所在国政治、经济环境影响较大，因此存在订单签订时间慢于市场预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

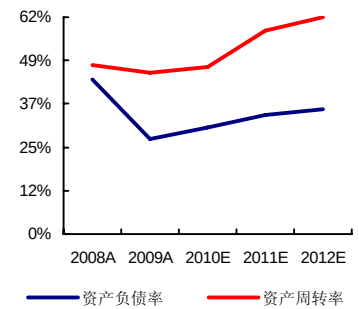
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,610	2,168	2,717	3,747	5,164
货币资金	421	849	1,030	1,107	1,451
应收及预付	707	954	1,079	1,725	2,421
存货	483	365	608	915	1,292
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	480	649	767	889	1,000
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	237	403	500	599	684
在建工程	58	60	74	84	95
无形资产	146	149	170	184	199
其他长期资产	35	33	18	18	18
资产总计	2,090	2,817	3,484	4,636	6,164
流动负债	907	759	1,056	1,568	2,197
短期借款	210	80	120	160	200
应付及预收	697	679	936	1,408	1,997
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	14	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	5	0	0	0
负债合计	921	763	1,056	1,568	2,197
股本	285	495	495	495	495
资本公积	252	630	630	630	630
留存收益	632	927	1,301	1,941	2,840
归属母公司股东权益	1,168	2,052	2,427	3,066	3,966
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债和股东权益	2,090	2,817	3,484	4,636	6,164

利润表

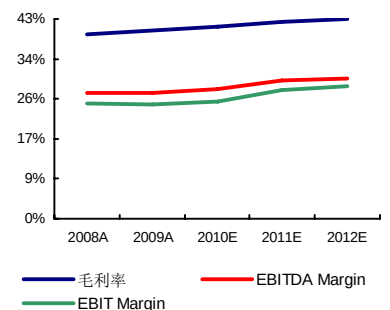
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	912	1,128	1,497	2,357	3,335
营业成本	554	676	885	1,371	1,917
营业税金及附加	6	9	12	19	26
销售费用	14	18	24	38	53
管理费用	114	150	202	283	400
财务费用	8	4	-5	-5	-4
资产减值损失	33	8	16	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	184	262	364	642	932
营业外收入	60	76	70	72	71
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	242	333	431	710	1,000
所得税	18	38	56	71	100
净利润	224	295	375	639	900
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	224	295	375	639	900
EBITDA	244	301	413	695	998
EPS (元)	0.79	0.60	0.50	0.86	1.21

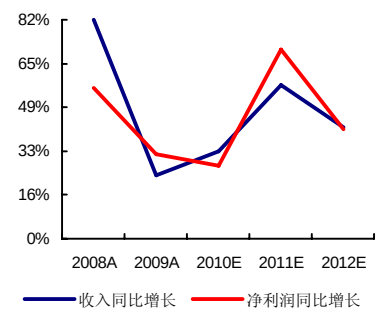
资产负债率趋势



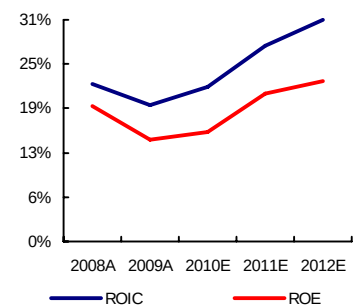
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

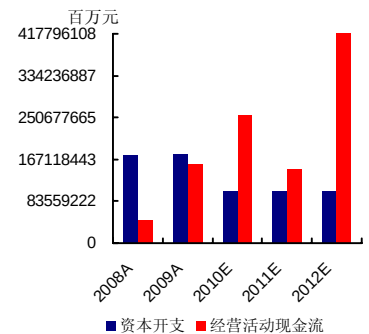
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	46	157	256	147	418
净利润	224	295	375	639	900
折旧摊销	19	27	39	49	60
营运资金变动	-227	-188	-127	-491	-495
其它	30	23	-31	-51	-47
投资活动现金流	-175	-185	-104	-103	-103
资本支出	-175	-177	-104	-103	-103
投资变动	0	-8	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	95	450	30	32	30
银行借款	250	110	40	40	40
债券融资	-132	-240	-4	0	0
股权融资	0	589	0	0	0
其他	-23	-9	-5	-8	-10
现金净增加额	-33	422	182	76	344
期初现金余额	454	421	849	1,030	1,107
期末现金余额	421	842	1,030	1,107	1,451

主要财务比率

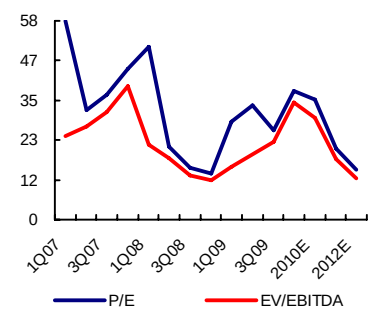
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	81.6%	23.6%	32.7%	57.4%	41.5%
营业利润	51.1%	42.5%	39.0%	76.4%	45.1%
归属于母公司净利润	56.3%	31.5%	27.1%	70.6%	40.7%
获利能力					
毛利率	39.3%	40.0%	40.9%	41.8%	42.5%
净利率	24.6%	26.1%	25.0%	27.1%	27.0%
ROE	19.2%	14.4%	15.4%	20.9%	22.7%
ROIC	22.2%	19.2%	21.8%	27.7%	31.3%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	27.1%	30.3%	33.8%	35.6%
净负债比率	-18.0%	-37.4%	-37.5%	-30.9%	-31.5%
流动比率	1.77	2.86	2.57	2.39	2.35
速动比率	1.12	2.20	1.83	1.63	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.46	0.48	0.58	0.62
应收账款周转率	2.17	1.76	1.88	1.84	1.85
存货周转率	1.24	1.60	1.45	1.50	1.48
每股指标 (元)					
每股收益	0.79	0.60	0.50	0.86	1.21
每股经营现金流	0.16	0.32	0.34	0.20	0.56
每股净资产	4.10	4.15	4.90	6.19	8.01
估值比率					
P/E	13.4	37.7	52.9	31.0	22.0
P/B	2.6	5.4	5.4	4.3	3.3
EV/EBITDA	11.4	34.3	29.7	17.6	12.0

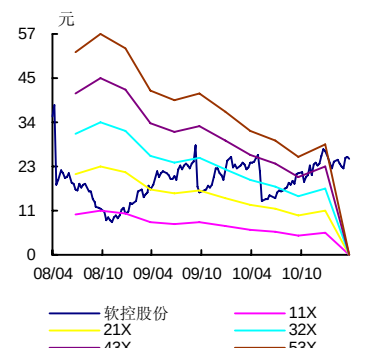
资本支出与经营活动现金流



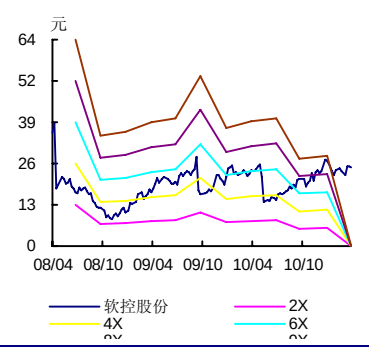
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

软控股份(002073.sz)_季报点评	邵卓	2010-10-21
软控股份(002073.sz)_中报点评	邵卓	2010-08-17
青岛软控（002073.SZ）_公司调研简报	惠毓伦	2010-01-11

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。