

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

软控股份：多因素促业绩持续增长

事件描述

软控股份发布了其 2010 年报，主要经营指标如下表所示：

表 1：软控股份 2010 年主要经营指标（元）

	2009 年	2010 年	同比增长
营业收入	1,128,230,739.75	1,499,963,981.22	32.95%
利润总额	333,022,902.76	437,939,968.17	31.50%
归属上市公司股东的净利润	294,759,996.47	372,959,774.63	26.53%
归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	260,369,407.52	341,288,827.60	31.08%
经营活动产生的现金流量净额	156,760,217.65	85,590,115.42	-45.40%
全面摊薄每股收益	0.50	0.74	32.95%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

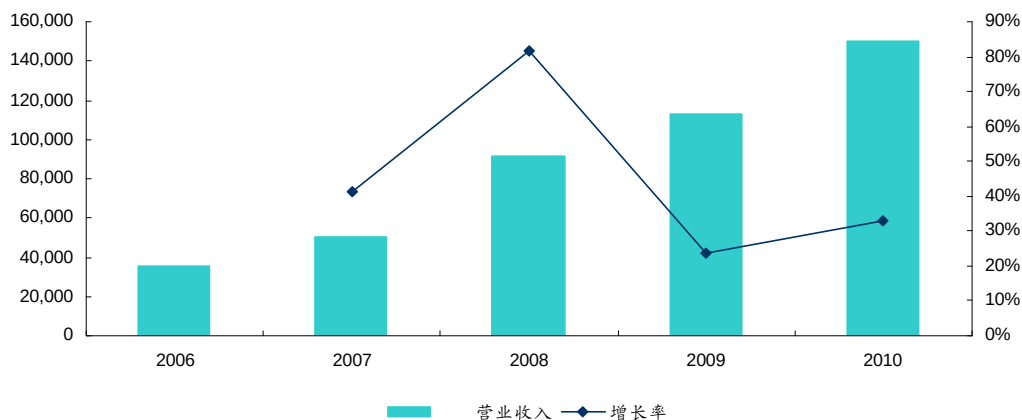
事件评论

第一， 公司营业收入扭转增速下滑态势，扣非后净利润同步营收增长

公司的传统主营业务为橡胶行业（主要是轮胎行业）自动化生产系统制造。近年来公司根据自身技术特点和优势，业务逐渐向化工、食品、医药等领域拓展。由于软件产品在自动化生产系统中占有重要地位，而且轮胎行业制造执行系统（MES）也是公司主要产品之一，所以公司同时具有高端装备制造业与软件业双重属性。

公司 2010 年实现营业收入 15 亿元，净利润 3.7 亿元，分别同比增长 32.9%和 26.9%。营业收入扭转了 09 年受金融危机和美国特保案影响导致业绩增速迅速下滑的态势。

图 1： 公司历年营业收入与增长率（单位：万元，%）

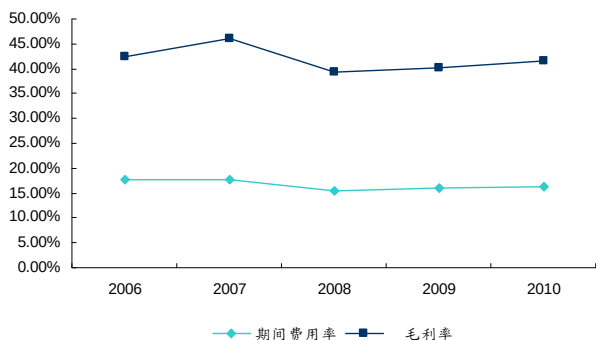


资料来源: Wind, 长江证券研究部

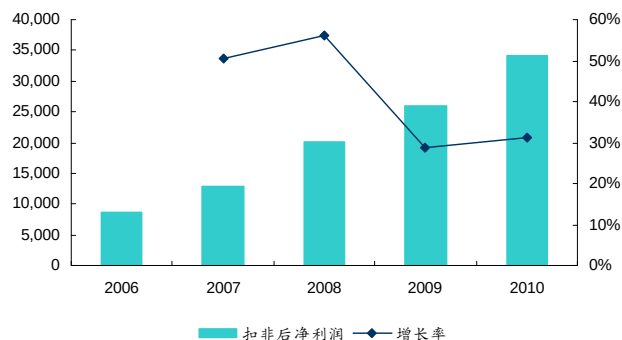
公司近年来毛利率始终较为稳定, 期间费用控制良好, 分别保持在 40%~45%和 15%~17%左右。公司扣除非经常性损益后净利润增长与营业收入保持同步。我们认为, 公司稳定且较强的盈利能力, 将支撑其未来业绩持续增长。

图 2: 公司 2010 年毛利率与期间费用率

图 3: 公司历年扣非后净利润及增长率 (单位: 万元, %)



资料来源: 长江证券研究所

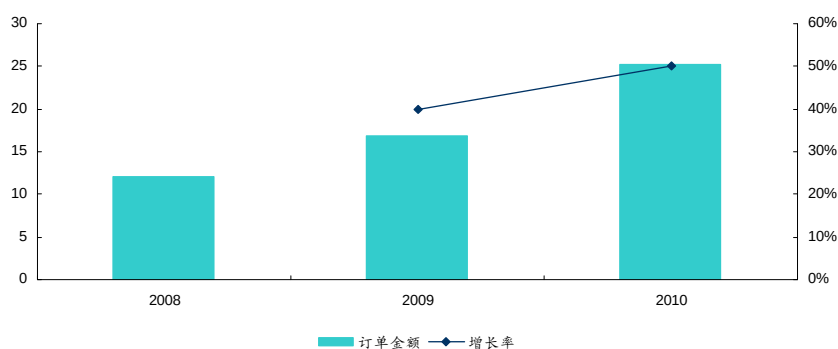


资料来源: 长江证券研究所

第二, 公司订单量增速高于营业收入, 2011 年业绩继续保持高速增长为大概率事件

公司 2010 年共签署订单 25.2 亿元, 较 2009 年的 16.8 亿元增长 49.91%, 公司订单量增长明显快于当年营业收入增长。这是由于公司橡胶装备生产周期一般为 4~6 个月, 相当一部分订单将跨年完成, 相应收入确认也随之推后。而且由于公司当前生产能力的限制, 部分产品交货出现了较为严重的拖期现象, 但随着公司胶州装备产业园的建设, 这一现象正得到逐步缓解。我们认为, 公司相当一部分 2010 年订单将在 2011 年确认收入, 加上 2011 年第一季度就签订了 9151 万元伊科思项目以及山东奥赛轮胎 5.7 亿元合同, 订单增长保持强劲势头, 公司 2011 年业绩继续高速增长将是大概率事件。

图 4: 公司历年签订的订单金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三， 轮胎行业面临洗牌，公司将继续受益于轮胎产业升级与集中

多年来，国内轮胎企业始终受困于中低端产品市场，产业较为分散。2010 年，中国橡胶轮胎外胎产量为 77634.46 万条，而据中国橡胶工业协会轮胎分会统计，国内前十大轮胎生产商的综合产量为 20182.3 万条，仅占市场总量的 25%。另一方面，轮胎子午化趋势已成必然。2010 年国内子午线轮胎产量为 36365.69 万条，仅占轮胎总产量的 46.8%。2010 年 9 月，国家工业与信息化部发布《轮胎产业政策》，要求到 2015 年乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%。而目前国内乘用车配套的子午线轮胎市场，外资品牌占据 70-80% 的市场份额。国内轮胎企业产业升级，淘汰落后产能的序幕已经拉开。

在新建产能方面，《轮胎产业政策》规定新建、改扩建载重汽车子午线轮胎项目，一次形成生产能力应达到年产 120 万条以上；轻型载重汽车和轿车子午线轮胎项目，一次形成生产能力应达到年产 600 万条以上。产业升级，行业准入门槛提高，必将带来轮胎行业的重新洗牌，一批产能落后的小企业将被淘汰，轮胎行业将由分散逐渐趋向集中。

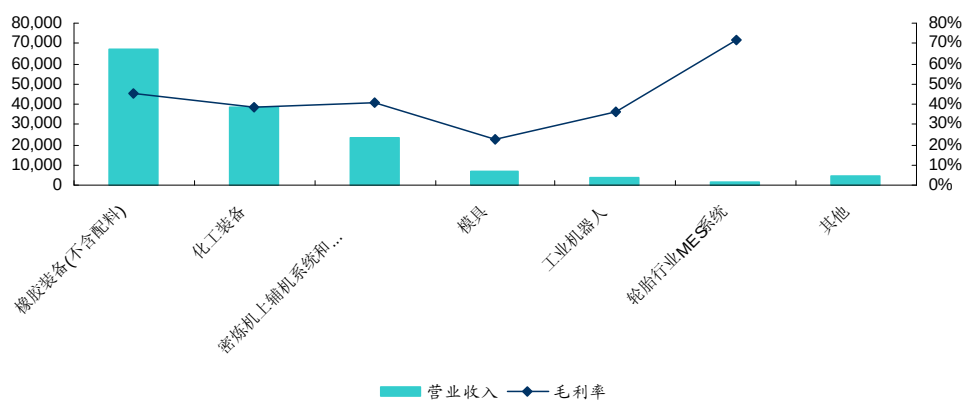
我们认为，产业升级将促使轮胎生产企业更新改造生产线，必然加大对自动化生产设备的投入；而且，通过产业升级继续生存下来的轮胎企业，将迎来新的产能扩大需求，这也将支撑公司橡胶装备产品及轮胎企业 MES 系统市场需求的持续增长。

第四， 公司业务横向延伸与纵向发展并举，业务增长点众多

公司产品多年来从配料系统和成型机横向延伸至橡胶轮胎设备全产业链，并紧跟国内轮胎产业子午化以及废旧轮胎翻修与再利用趋势，开发出半钢子午线轮胎一次法成型机、废胶裂解、废胎翻新等多种新产品和新技术。我们认为，公司的新技术和新产品将很好地适应国内轮胎产业升级的需求，成为支撑公司未来业绩增长的亮点。

另一方面，公司利用自身技术特点和优势，近年来不断将业务向化工、食品、医药等与橡胶轮胎产业具有类似流程式生产特点的行业纵向拓展。2010 年，公司与青岛伊科思新材料股份有限公司签订了总额 5.53 亿元的项目合同，标志着公司业务向化工装备领域拓展的成功。我们认为，伊科思项目的成功，将成为公司在化工装备领域的样板工程，为公司将来在该领域的持续发展打下了良好基础。

图 5: 公司 2010 年主要产品营业收入及毛利率 (单位: 万元, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第五， 盈利预测与估值

我们认为，公司较强的盈利能力，市场拓展能力，以及饱满的订单量等多方面因素都保障了公司的业绩持续增长。因此，我们看好公司未来的发展前景，我们预计公司 2011-2013 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.66 元、0.85 元和 1.09 元，并维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1500	2205	3043	4138
营业成本	877	1279	1780	2462
毛利	623	926	1263	1676
% 营业收入	41.5%	42.0%	41.5%	40.5%
营业税金及附加	12	17	24	33
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	33	48	66	90
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	195	287	396	538
% 营业收入	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
财务费用	5	4	-1	-1
% 营业收入	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	18	35	41	54
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	360	535	736	962
% 营业收入	24.0%	24.3%	24.2%	23.3%
营业外收支	78	74	70	66
利润总额	438	609	806	1029
% 营业收入	29.2%	27.6%	26.5%	24.9%
所得税费用	64	89	117	150
净利润	374	520	689	879
归属于母公司所有者的净利润	373.0	518.3	686.8	876.1
少数股东损益	1	2	2	3
EPS（元/股）	0.50	0.70	0.93	1.18

现金流量表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
--	-------	-------	-------	-------

资产负债表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	831	603	640	752
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1263	1856	2562	3484
存货	637	929	1293	1790
预付账款	215	303	421	583
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3177	4032	5387	7248
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	18	18	18	18
固定资产合计	682	693	735	713
无形资产	137	130	124	118
商誉	11	11	11	11
递延所得税资产	24	5	6	8
其他非流动资产	12	12	12	12
资产总计	4065	4905	6296	8132
短期贷款	248	0	0	0
应付款项	901	1314	1829	2531
预收账款	455	669	924	1256
应付职工薪酬	7	12	18	28
应交税费	-1	4	6	7
其他流动负债	33	54	82	124
流动负债合计	1644	2053	2859	3946
长期借款	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8

经营活动现金流净额	86	225	319	383	负债合计	1683	2081	2886	3974
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2375	2816	3399	4144
长期股权投资	-7	0	0	0	少数股东权益	6	8	11	13
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2382	2824	3410	4158
固定资产投资	-230	-122	-180	-141	负债及股东权益	4065	4905	6296	8132
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-237	-122	-180	-141	EPS	0.50	0.70	0.93	1.18
债券融资	0	0	0	0	BVPS	3.20	3.79	4.58	5.58
股权融资	2	0	0	0	PE	27.15	19.54	14.74	11.56
银行贷款增加（减少）	188	-248	0	0	PEG	0.82	0.59	0.45	0.35
筹资成本	56	-82	-102	-130	PB	4.26	3.60	2.98	2.44
其他	-111	0	0	0	EV/EBITDA	23.71	14.52	10.80	8.31
筹资活动现金流净额	134	-330	-102	-130	ROE	15.7%	18.4%	20.2%	21.1%
现金净流量	-17	-227	37	112					

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。