

产能瓶颈缓解，收入大幅增长

软控股份 2011 年 1 季报点评

报告关键点：

- 产能瓶颈缓解使收入同比大幅增长80%
- 暂时性因素导致净利润增长不达预期
- 增长提速态势明确，全年净利润高增长无虞

报告摘要：

- 收入大幅增长，净利润增速低于预期。公司1季度实现收入2.99亿元，净利润6164万元，同比分别增长79.4%和33.9%，每股收益0.08元，收入增长符合我们预期，但净利润低于预期。
- 三因素造成净利润同比增速低于预期。公司1季度净利润增速大幅低于收入增速的原因主要是三个方面：一是毛利率同比下降2.9个百分点；二是财务费用增加较多，公司1季度新增银行短期借款9700万，长期借款2000万，导致财务费用较去年同期增加350多万，管理费用和销售费用同比分别增长42%和94%，在合理范围之内；三是营业外收入较去年同期减少39.7%，主要是软件企业增值税超税负返还政策尚未执行，导致1季度软件增值税退税收入减少。
- 全年净利润快速增长无忧。仔细分析导致公司一季度净利润增速低的三个因素，我们认为从全年来看，公司净利润同步甚至超过收入增速是大概率事件。因为上述三方面因素中，只有财务费用大幅增加是贯穿全年的。而毛利率在全年将保持稳定甚至略有提升，软件增值税退税收入将在政策细则出来后补回。1季度毛利率略有下降的原因主要是低毛利的硫化机和化工装备业务收入确认较多所致，而半钢一次成型机、新型配料系统、低温密炼、MES等高毛利产品未来几个季度占比将明显提升，带动公司整体毛利率恢复到甚至超过2010年整体水平。
- 增长提速态势明确，维持买入-A投资评级。1季度公司收入大增，这既是公司在手订单充足能够支持的，同时也反映出公司产能瓶颈已经开始逐步缓解，未来几个季度产能瓶颈将逐步消除，收入将逐季保持上升态势。收入和订单均大幅增长，充分证明了我们此前的判断，公司进入到增长提速阶段。考虑到公司2011年财务费用将大幅增长，我们略微下调了对公司盈利预测，预计2011、2012年EPS分别为0.85和1.29元，维持买入-A投资评级，6个月目标价格41元，对应2012年32倍PE，我们提高公司估值的理由是公司2011年下半年开始废旧轮胎循环利用项目将有实质性进展，将优化公司经营模式、极大拓展公司发展空间。
- 风险提示：产能释放进度慢于预期带来的业绩不达预期风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,128.2	1,500.0	2,490.8	3,952.4	5,817.0
Growth(%)	23.6%	32.9%	66.1%	58.7%	47.2%
净利润	294.8	374.2	632.4	962.0	1,405.5
Growth(%)	31.5%	26.5%	69.1%	52.1%	46.1%
毛利率(%)	40.0%	41.5%	41.4%	42.2%	42.6%
净利润率(%)	26.1%	24.9%	25.3%	24.3%	24.1%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.85	1.29	1.89
每股净资产(元)	2.77	3.21	3.64	4.81	6.51
市盈率	57.8	45.6	27.0	17.7	12.1
市净率	8.3	7.1	6.3	4.8	3.5
净资产收益率(%)	14.4%	15.7%	23.4%	26.9%	29.1%
ROIC(%)	29.5%	27.9%	34.0%	30.1%	29.4%
EV/EBITDA	36.9	41.4	25.9	16.7	11.7
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

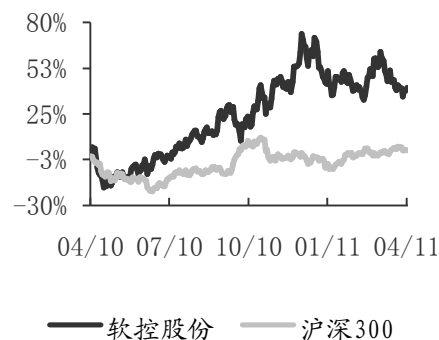
41.00 元

 期限： 6个月 上次预测： 41.00 元
 现价（2011年04月22日）： 22.93 元

报告日期： 2011-04-24

总市值(百万元)	17,022.43
流通市值(百万元)	16,023.11
总股本(百万股)	742.37
流通股本(百万股)	698.78
12个月最低/最高	12.90/28.96 元
十大流通股股东(%)	20.49%
股东户数	14,837

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.22)	(11.77)	37.64
绝对收益	(8.83)	(1.16)	40.71

 侯利
 021-68763972
 执业证书编号

 高级行业分析师
 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

 胡又文
 021-68766271
 huyw@essence.com.cn

前期研究成果

- 软控股份：产能释放和订单增长确保增长提速
2011-04-15
- 软控股份：跨行业项目开始复制
2011-03-30
- 软控股份：半钢投资高峰来临，高速增长可期
2011-03-23

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-22		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	1,128.2	1,500.0	2,490.8	3,952.4	5,817.0	营业收入增长率	23.6%	32.9%	66.1%	58.7%	47.2%	
减: 营业成本	676.4	876.8	1,459.6	2,285.1	3,341.4	营业利润增长率	42.5%	37.6%	73.3%	58.6%	49.8%	
营业税费	9.5	11.8	19.9	31.6	46.5	净利润增长率	31.5%	26.5%	69.1%	52.1%	46.1%	
销售费用	18.1	32.7	49.8	79.0	116.3	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	71.1%	62.2%	49.1%	
管理费用	149.9	195.1	298.9	474.3	698.0	EBIT 增长率	38.7%	37.3%	75.9%	64.6%	49.9%	
财务费用	4.1	4.8	18.0	66.9	100.9	NOPLAT 增长率	29.0%	26.8%	71.4%	57.5%	46.4%	
资产减值损失	8.3	18.4	20.0	25.0	30.0	投资资本增长率	33.9%	40.9%	77.8%	49.7%	39.5%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	75.7%	16.0%	13.5%	32.0%	35.4%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	262.0	360.4	624.6	990.4	1,483.7	利润率						
加: 营业外净收支	71.1	77.6	86.0	90.5	95.5	毛利率	40.0%	41.5%	41.4%	42.2%	42.6%	
利润总额	333.0	437.9	710.6	1,080.9	1,579.2	营业利润率		0.0%	25.3%	25.1%	25.5%	
减: 所得税	-	-	78.8	119.0	173.8	净利润率		0.0%	25.5%	24.3%	24.1%	
净利润	294.8	374.2	632.4	962.0	1,405.5	EBITDA/营业收入	25.6%	26.6%	27.4%	28.1%	28.4%	
资产负债表						EBIT/营业收入	23.6%	24.3%	25.8%	26.8%	27.2%	
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
交易性金融资产	848.8	830.5	654.9	316.2	465.4	固定资产周转天数	102	115	80	62	56	
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	207	216	250	287	303	
应收票据	745.7	1,262.9	2,282.8	3,622.4	5,331.4	流动资产周转天数	603	641	542	469	453	
预付款项	73.5	231.8	170.6	270.7	398.4	应收账款周转天数	205	237	262	281	290	
存货	134.7	214.8	214.8	214.8	214.8	存货周转天数	135	120	118	117	119	
其他流动资产	365.4	637.1	999.7	1,541.7	2,254.3	总资产周转天数	783	826	681	570	528	
可供出售金融资产	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	投资资本周转天数	377	392	383	386	376	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	15.7%	23.4%	26.9%	29.1%	
投资性房地产	4.1	4.1	5.0	8.0	10.0	ROA	10.5%	9.2%	11.8%	13.4%	14.2%	
固定资产	18.5	18.0	20.0	20.0	20.0	ROIC	29.5%	27.9%	34.0%	30.1%	29.4%	
在建工程	403.1	551.8	553.0	808.9	988.6	费用率						
无形资产	59.6	130.1	297.1	198.8	59.8	销售费用率	1.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	
其他非流动资产	137.6	137.2	137.2	137.3	137.4	管理费用率	13.3%	13.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
资产总额	25.9	46.7	21.8	21.8	21.8	财务费用率	0.4%	0.3%	0.7%	1.7%	1.7%	
短期债务	2,816.8	4,064.9	5,357.0	7,160.7	9,901.9	三费/营业收入	15.2%	15.5%	14.7%	15.7%	15.7%	
应付账款	80.0	248.0	247.1	610.2	1,351.1	偿债能力						
应付票据	298.3	498.4	615.8	964.1	1,409.8	资产负债率	27.1%	41.4%	49.5%	50.1%	51.2%	
其他流动负债	214.6	435.9	399.9	626.1	915.5	负债权益比	37.2%	70.7%	98.1%	100.6%	104.8%	
长期借款	165.8	462.0	462.0	462.0	462.0	流动比率	2.86	1.93	2.51	2.24	2.09	
其他非流动负债	-	20.0	920.0	920.0	920.0	速动比率	2.38	1.54	1.93	1.65	1.54	
负债总额	4.6	19.1	8.5	8.5	8.5	利息保障倍数	65.17	75.60	35.75	15.81	15.70	
少数股东权益	763.3	1,683.3	2,653.2	3,590.9	5,066.8	分红指标						
股本	1.6	6.5	8.1	10.5	14.0	DPS(元)	-	0.07	0.08	0.13	0.19	
留存收益	494.9	742.4	742.4	742.4	742.4	分红比率	0.0%	13.3%	10.0%	10.0%	10.0%	
股东权益	1,557.0	1,633.0	1,953.3	2,817.0	4,078.8	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	
现金流量表	2,053.5	2,381.6	2,703.7	3,569.8	4,835.1	业绩和估值指标						
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.40	0.50	0.85	1.29	1.89	
加: 折旧和摊销	294.8	374.2	632.4	962.0	1,405.5	BVPS(元)	2.77	3.21	3.64	4.81	6.51	
资产减值准备	26.8	39.0	41.0	51.5	68.5	PE(X)	57.8	45.6	27.0	17.7	12.1	
公允价值变动损失	8.3	18.4	20.0	25.0	30.0	PB(X)	8.3	7.1	6.3	4.8	3.5	
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-	2,600.0	374.0	-47.0	124.5	
投资收益	7.6	8.9	6.9	18.0	66.9	P/S	15.1	11.3	6.8	4.3	2.9	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	36.9	41.4	25.9	16.7	11.7	
营运资金的变动	0.1	1.2	1.6	2.4	3.5	CAGR(%)	48.3%	55.4%	47.8%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	-159.8	-329.7	-1,369.3	-1,508.6	-1,924.6	PEG	1.2	0.8	0.6	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	156.8	85.6	-656.3	-400.9	-316.1	ROIC/WACC	3.5	3.3	4.0	3.5	3.5	
融资活动产生现金流量	-185.0	-236.8	-201.0	-102.1	-102.1	REP	2.3	2.6	1.3	1.0	0.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034