

证券研究报告—调研简报

信息技术

软件与服务

软控股份 (002073)

调研简报快评

谨慎推荐

(维持评级)

2011年5月18日

跨越式成长推动业绩高速稳定增长

证券分析师: 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014

联系人: 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项:

近期我们调研了公司,了解公司的经营状况以及公司未来的发展战略规划。

评论:

■ 产品创新带动公司业绩快速增长

公司是国内优秀的轮胎橡胶制造行业设备提供商。发展初期,公司主要以配料系统(包括密炼机上辅系统和小料称量配料系统)产品为主。通过不断技术创新,公司产品线目前已经扩展到成型机、热水除氧系统、小角度裁断机、内衬层生产线设备、轮胎动平衡试验机以及不圆度试验机等全轮胎生产线设备,设备基本上涵盖了轮胎制造生产线设备的80%。自身产品线的不断拓展带动了公司规模业绩的快速增长。2003年到2010年的7年时间里,公司的营业收入和净利润复合增长率达到40.25%和31.80%。

同时,利用在轮胎设备制造技术和嵌入式软件技术上的优势,公司通过并购逐步将市场扩充到化工、食品、工业机器人等设备领域,实现了从点到线,再从线到面的跨越。公司诸多产品技术已经达到国际先进水平,很多产品填补了国内空白。

我们认为,在全球轮胎产业向国内转移的大趋势下,利用产品较强的性价比优势,公司未来仍将在轮胎制造以及化工、工业机器人等设备领域实现进口替代,扩大公司规模,保证公司未来成长。

■ 轮胎橡胶行业综合方案提供商实现跨行业成长

公司的整体发展战略是:以软件为核心,以轮胎设备为载体,通过系统集成的方式为轮胎橡胶生产企业提供整体解决方案。公司快速发展过程中实现的两大转变为:一个是从软件控制系统向整个轮胎制造装备生产的转变;另外一个是通过所拥有的物料输送与称量的核心技术,以轮胎设备行业为基础跨越到化工、食品、涂料以及工业机器人等其他行业。正是这种跨产品、跨行业的转变推动了公司过去几年以及未来的快速稳定的发展。

除了得到加强的设备制造优势,公司能够实现跨产品、跨行业的核心在于轮胎制造设备的嵌入式软件控制系统技术优势。对于公司的软件优势,我们可以从公司与国外企业的成功合作中直接验证:

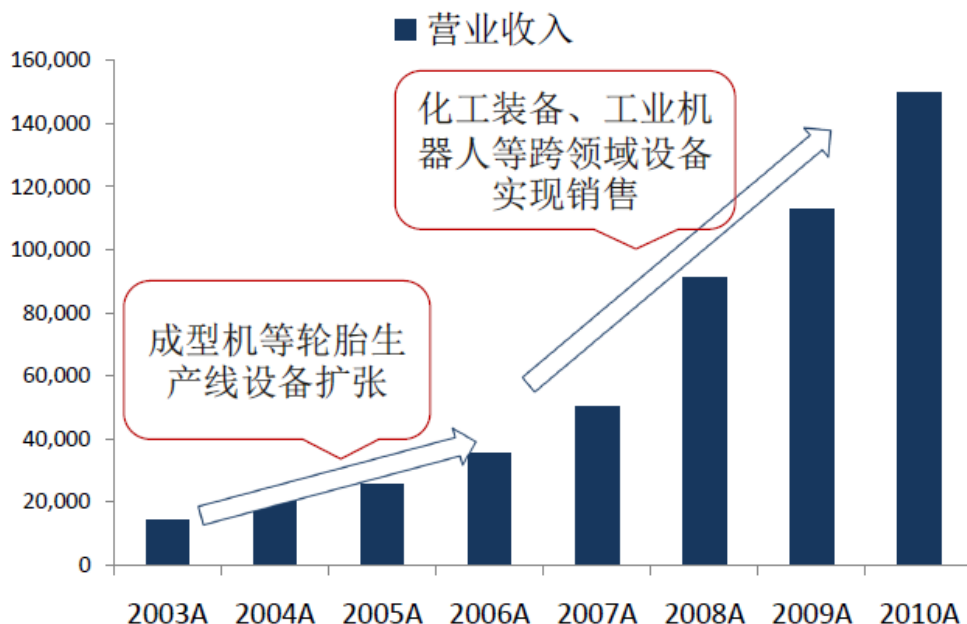
1、与斯洛伐克国外知名轮胎设备企业 KONSTRUKTA 合作开发出内衬层挤压延出生产线和小角度裁断生产线等载重子午线轮胎生产的关键设备;

2、与轮胎制造企业 MATADOR 合作开发出全钢子午线轮胎三鼓成型自动化系统。

正是这些合作开发的新产品补充了公司轮胎生产线设备,为公司向轮胎橡胶制造行业整体解决方案转型提供了坚实

的基础。

图 1：公司近 7 年营业收入变化趋势



资料来源：国信证券经济研究所

■ 轮胎橡胶制造行业整体解决方案和跨行业项目已经得到客户的认可

公司 09 年和 11 年分别与缅甸 MEC 和山东奥赛轮胎公司签订了轮胎项目整套设备的供货、安装以及调试的合同，显示公司从设备供应商向行业整体解决方案提供商的转变已经取得初步成功。连续与两家公司签订提供项目整套设备供应合同，更是显示出公司在轮胎制造行业提供整体解决方案的能力已经得到了客户的认可。

在化工领域，公司分别于 09 年和 11 年与青岛伊科思签订了两个异戊橡胶联合装置项目整体解决方案的合同。合同内容涵盖了从设备设计、设备制造到设备安装调试等完整的解决方案。伊科思合同的签订，显示出公司从轮胎橡胶向化工行业的跨行业提供项目综合解决方案已经开始成功。公司有望继续获得来自化工领域项目的总包合同，实现公司跨行业快速成长的目标。

目前公司的行业扩展仍在继续。10 年公司通过收购青岛科捷自动化设备有限公司 80%，进入了工业机器人领域。10 年公司工业机器人业务营业收入为 3885 万，目前下游主要客户为富士康、美的电器以及宁波韵升等制造型企业。随着人力成本的上升，制造型企业对生产自动化的需求更加迫切。目前公司工业机器人业务订单饱满，预计未来三年工业机器人业务的收入规模有望实现 60% 左右的复合增长，成为公司新的利润增长点。

■ 公司长期向上趋势明显，今明两年成长性明确

公司目前面临的不是订单问题，而是产能瓶颈问题。公司非公开定增项目胶州基地一期项目将于今年 3 季度投产。结合外协加工能力，一期项目预计全年可以支撑 26 亿左右的订单，极大地缓解公司目前的产能瓶颈问题。胶州基地二期全面投产后，公司委外外协加工比例将从目前的 90% 下降到 70% 的水平，全面提高公司的供货能力，为公司未来的快速成长奠定良好基础。

■ 公司未来成长明确，首次关注给予“谨慎推荐”评级。

我们预计 2011 年-2013 年公司分别实现营业收入 25.64 亿元、39.15 亿元和 58.65 亿元，实现归属母公司净利润分别为 5.58 亿元、8.37 亿元和 12.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.75 元、1.13 元和 1.71 元。目前股价对应公司 11 年、12 年动态市盈率分别为 29 倍、19 倍。公司未来成长性明确，我们首次关注给予公司“谨慎推荐”评级。

■ 风险提示

胶州基地建设低于预期，导致产能供应瓶颈仍旧存在；轮胎行业投资放缓导致公司设备需求放缓。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	831	800	800	800
应收款项	1495	2670	4183	6427
存货净额	637	1065	1233	1853
其他流动资产	215	367	548	821
流动资产合计	3177	4901	6764	9901
固定资产	682	851	1181	1159
无形资产及其他	137	131	125	120
投资性房地产	65	65	65	65
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	4065	5953	8139	11248
短期借款及交易性金融资产	248	686	943	1149
应付款项	901	1562	2343	3520
其他流动负债	495	825	1268	1904
流动负债合计	1644	3072	4555	6573
长期借款及应付债券	20	20	20	20
其他长期负债	19	2	(8)	(8)
长期负债合计	39	22	12	12
负债合计	1683	3094	4567	6585
少数股东权益	6	8	10	14
股东权益	2375	2850	3562	4648
负债和股东权益总计	4065	5953	8139	11248

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.50	0.75	1.13	1.71
每股红利	0.07	0.11	0.17	0.25
每股净资产	3.20	3.84	4.80	6.26
ROIC	14%	18%	21%	25%
ROE	16%	20%	23%	27%
毛利率	42%	41%	41%	41%
EBIT Margin	26%	26%	26%	26%
EBITDA Margin	28%	28%	28%	28%
收入增长	33%	71%	53%	50%
净利润增长率	27%	50%	50%	52%
资产负债率	42%	52%	56%	59%
息率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	43.6	29.1	19.4	12.8
P/B	6.8	5.7	4.6	3.5
EV/EBITDA	42.5	26.5	19.0	14.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1500	2564	3915	5865
营业成本	877	1510	2312	3445
营业税金及附加	12	19	29	44
销售费用	33	51	78	117
管理费用	195	327	496	740
财务费用	5	2	18	28
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值	(18)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	360	652	979	1488
营业外净收支	78	3	3	3
利润总额	438	655	982	1491
所得税费用	64	95	142	216
少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	373	558	837	1270

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	373	558	837	1270
资产减值准备	10	8	8	2
折旧摊销	38	75	97	115
公允价值变动损失	18	3	3	3
财务费用	5	2	18	28
营运资本变动	(306)	(773)	(640)	(1322)
其它	(9)	(7)	(6)	2
经营活动现金流	125	(136)	299	69
资本开支	(245)	(249)	(432)	(91)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(245)	(249)	(432)	(91)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	20	0	0	0
支付股利、利息	(56)	(83)	(125)	(184)
其它融资现金流	171	438	258	206
融资活动现金流	102	354	133	22
现金净变动	(18)	(31)	0	0
货币资金的期初余额	849	831	800	800
货币资金的期末余额	831	800	800	800
企业自由现金流	(185)	(386)	(121)	0
权益自由现金流	6	50	122	182

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。