

检测产品升格凸显成长潜力

成立青岛软控检测系统有限公司点评

报告关键点:

- 检测产品独立运作出于两大战略考虑:一是便利跨国合作,开发新产品,二是为长期跨领域拓展提供组织保障。
- 从产品布局到部门升级,多项业务进入快速拓展期。

报告摘要:

- 两大战略考虑促成子公司成立。**公司投资5000万设立全资子公司青岛软控检测系统有限公司,将以目前公司橡胶机系统事业部中的检测产品作为业务基础。我们判断主要是出于以下两方面战略考虑:一是欧盟近期出台了新的法规,由2012年11月1日起,要求在欧盟销售的轮胎必须标示燃油效率、滚动噪声和湿抓着力等指标的等级,这一方面将迫使国内轮胎企业更加注重产品品质检测,增加对相关检测设备的需求,另一方面对一些新指标的强制检测也使得新型检测设备的开发成为当务之急,独立运作有利于公司开展与国外企业的合作,开发新产品;二是检测产品与其他橡胶机产品差异较大,独立经营后不会影响其他产品正常生产,反而可以对相关业务团队创造更大的发展空间和平台,且从长期来看,X射线检测、激光检测等技术应用领域十分广泛,具备跨行业拓展潜力,独立化运作也是考虑到检测产品未来可能跨领域发展而做出的必要制度安排。
- 从产品布局到部门升级,多项业务进入快速拓展阶段。**进入2011年,公司先后成立了华控能源、检测系统有限公司和废旧轮胎循环利用事业部,原有的多个研究所升格为事业部或者子公司,这表明公司多年来围绕轮胎生产的全产品线布局已经取得了明显成效,很多产品即将进入到快速拓展阶段,需要通过部门的升级来给予组织上的保障。公司未来仍有多项业务具备独立运作发展的潜力。
- 重申买入-A评级,下半年投资机会凸显。**我们认为,随着人员和组织磨合逐步完成,公司三季度新增产能有望快速释出、交货情况将得到极大改善,随着三季度缅甸项目开始产品交付,三季报预期将较为靓丽,且海外市场、跨行业拓展、同业整合、废旧轮胎翻新和裂解等多个方面在三季度或下半年取得突破的概率极大。上半年公司新增订单保持快速增长,如上述领域取得突破,全年订单将大幅增长,公司2012年仍有望保持50%以上的收入和净利润增速。我们维持对公司2011、2012年EPS0.85和1.29元的预测,重申买入-A评级,6个月目标价格34元。
- 风险提示:**海外市场拓展慢于预期使订单增速低于预期

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	2,387.3	3,758.7	5,471.1
Growth(%)	23.6%	32.9%	59.2%	57.4%	45.6%
净利润	294.8	374.2	629.8	960.0	1,389.7
Growth(%)	31.5%	26.5%	68.5%	52.4%	44.8%
毛利率(%)	40.0%	41.5%	41.7%	42.4%	42.8%
净利润率(%)	26.1%	24.9%	26.3%	25.5%	25.3%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.85	1.29	1.87
每股净资产(元)	2.77	3.21	3.64	4.80	6.49
市盈率	55.0	43.5	25.8	16.9	11.7
市净率	7.9	6.8	6.0	4.5	3.4
净资产收益率(%)	14.4%	15.7%	23.3%	26.9%	28.9%
ROIC(%)	29.5%	27.9%	33.8%	31.9%	30.7%
EV/EBITDA	35.0	39.4	24.5	15.9	11.3
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

34.00 元

期限: 6个月 上次预测: 34.00 元

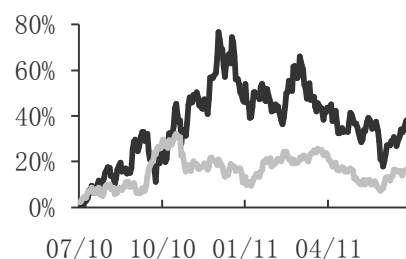
现价(2011年07月19日): 21.85 元

报告日期:

2011-07-20

总市值(百万元)	16,220.68
流通市值(百万元)	15,268.43
总股本(百万股)	742.37
流通股本(百万股)	698.78
12个月最低/最高	15.81/28.96 元
十大流通股东(%)	19.38%
股东户数	27,313

12个月股价表现



07/10 10/10 01/11 04/11

— 软控股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.85)	5.05	21.52
绝对收益	6.17	(1.04)	36.90

侯利

 010-66581842
 执业证书编号

胡又文

 021-68766271
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

助理行业分析师

 huyw@essence.com.cn
 S1450511050001

前期研究成果

软控股份: 产能瓶颈缓解, 收入大幅增长

2011-04-24

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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-19		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2012E	2013E	
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	1,128.2	1,500.0	2,387.3	3,758.7	5,471.1	营业收入增长率	23.6%	32.9%	59.2%	57.4%	45.6%
减: 营业成本	676.4	876.8	1,391.2	2,164.4	3,132.0	营业利润增长率	42.5%	37.6%	71.4%	58.2%	48.1%
营业税费	9.5	11.8	19.1	30.1	43.8	净利润增长率	31.5%	26.5%	68.5%	52.4%	44.8%
销售费用	18.1	32.7	47.7	75.2	109.4	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	70.4%	60.6%	45.6%
管理费用	149.9	195.1	274.5	432.2	629.2	EBIT 增长率	38.7%	37.3%	73.8%	63.3%	47.3%
财务费用	4.1	4.8	17.0	59.6	79.6	NOPLAT 增长率	29.0%	26.8%	70.5%	57.1%	44.2%
资产减值损失	8.3	18.4	20.0	20.0	30.0	投资资本增长率	33.9%	40.9%	66.2%	50.0%	38.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	75.7%	16.0%	13.4%	32.0%	35.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	262.0	360.4	617.7	977.1	1,447.2	利润率					
加: 营业外净收支	71.1	77.6	86.0	95.5	105.5	毛利率	40.0%	41.5%	41.7%	42.4%	42.8%
利润总额	333.0	437.9	703.7	1,072.6	1,552.7	营业利润率	23.2%	24.0%	25.9%	26.0%	26.5%
减: 所得税	38.2	63.7	73.9	112.6	163.0	净利润率	26.1%	24.9%	26.3%	25.5%	25.3%
净利润	294.8	374.2	629.8	960.0	1,389.7	EBITDA/营业收入	25.6%	26.6%	28.5%	29.1%	29.1%
						EBIT/营业收入	23.6%	24.3%	26.6%	27.6%	27.9%
资产负债表						运营效率					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
货币资金	848.8	830.5	865.1	300.7	437.7	固定资产周转天数	102	115	94	72	55
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	207	216	252	286	303
应收账款	745.7	1,262.9	2,188.0	3,444.9	5,014.4	流动资产周转天数	603	641	570	481	455
应收票据	73.5	231.8	163.5	257.4	374.7	应收帐款周转天数	205	237	266	282	291
预付帐款	134.7	214.8	214.8	214.8	214.8	存货周转天数	140	122	120	117	119
存货	365.4	637.1	952.9	1,460.2	2,113.0	总资产周转天数	783	826	707	578	528
其他流动资产	0.0	0.0	-7.0	-7.0	-7.0	投资资本周转天数	377	392	383	380	374
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	15.7%	23.3%	26.9%	28.9%
长期股权投资	4.1	4.1	5.0	8.0	10.0	ROA	10.5%	9.2%	11.9%	14.2%	15.0%
投资性房地产	18.5	18.0	20.0	20.0	20.0	ROIC	29.5%	27.9%	33.8%	31.9%	30.7%
固定资产	403.1	551.8	699.2	799.7	863.2	费用率					
在建工程	59.6	130.1	46.0	98.4	79.4	销售费用率	1.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	137.6	137.2	137.2	137.3	137.4	管理费用率	13.3%	13.0%	11.5%	11.5%	11.5%
其他非流动资产	25.9	46.7	21.8	21.8	21.8	财务费用率	0.4%	0.3%	0.7%	1.6%	1.5%
资产总额	2,816.8	4,064.9	5,306.6	6,756.3	9,279.5	三费/营业收入	15.2%	15.5%	14.2%	15.1%	15.0%
短期债务	80.0	248.0	246.6	294.1	892.9	偿债能力					
应付帐款	298.3	498.4	587.0	913.2	1,321.5	资产负债率	27.1%	41.4%	49.1%	47.2%	48.1%
应付票据	214.6	435.9	381.1	593.0	858.1	负债权益比	37.2%	70.7%	96.4%	89.5%	92.7%
其他流动负债	165.8	462.0	462.0	462.0	462.0	流动比率	2.86	1.93	2.61	2.51	2.31
长期借款	-	20.0	920.0	920.0	920.0	速动比率	2.37	1.54	2.04	1.85	1.70
其他非流动负债	4.6	19.1	8.5	8.5	8.5	利息保障倍数	65.17	75.60	37.38	17.38	19.19
负债总额	763.3	1,683.3	2,605.2	3,190.7	4,462.9	分红指标					
少数股东权益	1.6	6.5	7.7	9.7	12.4	DPS(元)	-	0.07	0.08	0.13	0.19
股本	494.9	742.4	742.4	742.4	742.4	分红比率	0.0%	13.3%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	1,557.0	1,633.0	1,951.3	2,813.6	4,061.7	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
股东权益	2,053.5	2,381.6	2,701.4	3,565.6	4,816.6						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
净利润	294.8	374.2	629.8	960.0	1,389.7	EPS(元)	0.40	0.50	0.85	1.29	1.87
加: 折旧和摊销	26.8	39.0	45.8	56.3	64.7	BVPS(元)	2.77	3.21	3.64	4.80	6.49
资产减值准备	8.3	18.4	20.0	20.0	30.0	PE(X)	55.0	43.5	25.8	16.9	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.9	6.8	6.0	4.5	3.4
财务费用	7.6	8.9	6.9	17.0	59.6	P/FCF	-	2,477.6	61.4	-28.0	119.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	14.4	10.8	6.8	4.3	3.0
少数股东损益	0.1	1.2	1.3	1.9	2.8	EV/EBITDA	35.0	39.4	24.5	15.9	11.3
营运资金的变动	-176.6	-328.4	-1,255.6	-1,415.5	-1,767.6	CAGR(%)	48.2%	54.9%	47.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	156.8	85.6	-541.7	-317.7	-200.8	PEG	1.1	0.8	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-185.0	-236.8	-101.0	-203.1	-102.1	ROIC/WACC	3.5	3.3	4.0	3.8	3.6
融资活动产生现金流量	449.4	134.3	571.3	-107.9	380.6	REP	2.1	2.5	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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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