

出拳前的必要收缩

软控股份业绩快报点评

报告关键点:

- 收入增长强劲, 费用增长较快和营业外收入减少导致净利润增长低于预期。
- 中报将成业绩拐点, 最佳配置时机显现。

报告摘要:

- 费用增长较快和营业外收入减少致净利润增长低于预期。**公司上半年实现营业收入、营业利润和净利润分别为9.03、2.05和1.77亿元, 同比分别增长55%、45%和21%, 每股收益0.24元, 收入增长符合预期, 净利润增速低于预期。公司净利润增速低于预期的主要原因来自几个方面, 一是经营费用和财务费用增长超出预期, 导致营业利润增速低于收入增速; 二是软件增值税退税收入未能在2季度确认, 以及政府补贴减少, 导致营业外收入减少超过2000万。
- 人员磨合和管理调整即将完成, 净利润增速将与收入增速趋于一致。**我们在年初时提出公司未来3-5年增长将提速, 这一判断从上半年收入增速来看得到了印证, 然而费用的增长确实超出我们的预期, 究其原因, 主要是我们忽略了公司进入到一个新的快速增长阶段后, 人员和资金的匹配必然会在一段时间内带来管理费用和财务费用的快速增长, 而内部管理的调整、人员的磨合也需要一个过程, 从而使效益的体现存在一定的滞后, 我们预期在经过一段时期的磨合调整后, 公司下半年费用增速将趋缓, 净利润增速将逐步与收入增速趋于一致。
- 中报将是全年业绩低点, 最佳配置时点显现。**站在目前的时点, 我们认为在中报低于预期的因素消化掉后, 业绩拐点将现, 将迎来全年最佳的配置机会, 原因有几个: 第一, 公司内部管理和人员的磨合调整逐步完成, 管理费用下半年增长会放缓, 公司债发行成功可以在下半年极大缓解资金压力, 也可以降低财务费用大幅上升的势头; 第二, 去年由于工厂逐步搬迁, 导致2010年3季度基数很低, 而今年3季度无论从产能、订单还是管理方面均优于上半年, 3季度实现环比增长的可能性非常大, 即使环比持平, 则3季度单季度收入增长也将超过100%, 如退税收入能够确认, 净利润增长也有望同步增长; 第三, 3季度将进入到预期订单逐步签订确认的阶段, 海外、跨行业大订单的签订有望成为催化剂。
- 长期发展潜力巨大, 维持买入-A投资评级。**我们下调了对公司的盈利预测, 预计2011、2012年EPS分别为0.77和1.21元, 尽管如此, 我们认为, 公司未来的发展潜力巨大, 2011年的海外订单、2012年的跨行业订单跨越式增长、2013年后废旧轮胎翻新和裂解业务的规模化发展均是可以预期的, 新业务模式创新和革命性技术的突破, 使公司未来具备很高业绩弹性和估值弹性, 我们依然维持买入-A投资评级, 维持34元的目标价格。短期业绩低于预期, 是公司在挥出重拳前的必要收缩, 我们相信发力就在眼前。
- 风险提示:** 费用控制不利和营业外收入减少带来的业绩低于预期风险。

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	2,370.2	3,706.9	5,395.3
Growth(%)	23.6%	32.9%	58.0%	56.4%	45.5%
净利润	294.8	374.2	576.5	898.3	1,304.4
Growth(%)	31.5%	26.5%	53.9%	55.8%	45.2%
毛利率(%)	40.0%	41.5%	40.4%	41.2%	41.6%
净利润率(%)	26.1%	24.9%	24.2%	24.1%	24.1%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.77	1.21	1.75
每股净资产(元)	2.77	3.21	3.57	4.66	6.25
市盈率	49.8	39.4	25.6	16.4	11.3
市净率	7.2	6.2	5.5	4.2	3.2
净资产收益率(%)	14.4%	15.7%	21.7%	25.9%	28.1%
ROIC(%)	29.5%	27.9%	31.1%	30.3%	29.3%
EV/EBITDA	31.5	35.6	24.1	15.4	11.0
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

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

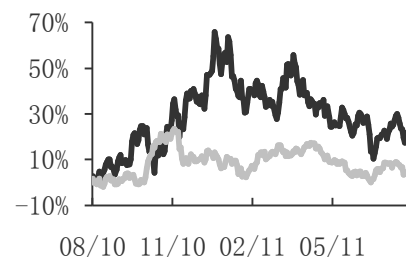
现价(2011年08月01日): 20.23 元

报告日期:

2011-08-01

总市值(百万元)	14,683.98
流通市值(百万元)	13,821.94
总股本(百万股)	742.37
流通股本(百万股)	698.78
12个月最低/最高	16.70/28.96 元
十大流通股(%)	19.38%
股东户数	27,313

12个月股价表现



— 软控股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.52)	(4.39)	12.69
绝对收益	(4.07)	(11.30)	16.29

侯利

 021-68763972
 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: 检测产品升格凸显成长潜力

2011-07-20

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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-7-29		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	23.6%	32.9%	58.0%	56.4%	45.5%	
减: 营业成本	676.4	876.8	1,413.8	2,181.4	3,152.5	营业利润增长率	42.5%	37.6%	57.3%	61.1%	48.6%	
营业税费	9.5	11.8	19.0	29.7	43.2	净利润增长率	31.5%	26.5%	53.9%	55.8%	45.2%	
销售费用	18.1	32.7	47.4	74.1	107.9	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	58.1%	63.4%	46.0%	
管理费用	149.9	195.1	284.4	426.3	620.5	EBIT 增长率	38.7%	37.3%	60.4%	66.6%	47.8%	
财务费用	4.1	4.8	18.9	62.3	84.4	NOPLAT 增长率	29.0%	26.8%	56.8%	60.8%	44.6%	
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%	65.2%	49.1%	38.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	75.7%	16.0%	11.4%	30.5%	33.9%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	262.0	360.4	566.7	913.2	1,356.9	利润率						
加: 营业外净收支	71.1	77.6	81.0	90.5	100.5	毛利率	40.0%	41.5%	40.4%	41.2%	41.6%	
利润总额	333.0	437.9	647.7	1,003.7	1,457.4	营业利润率	23.2%	24.0%	23.9%	24.6%	25.2%	
减: 所得税	38.2	63.7	71.2	105.4	153.0	净利润率	26.1%	24.9%	24.2%	24.1%	24.1%	
净利润	294.8	374.2	576.5	898.3	1,304.4	EBITDA/营业收入	25.6%	26.6%	26.6%	27.8%	27.9%	
EBIT/营业收入	23.6%	24.3%	24.7%	26.3%	26.7%							
资产负债表						运营效率						
货币资金	848.8	830.5	834.6	296.6	431.6	固定资产周转天数	102	115	95	73	55	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	207	216	253	287	303	
应收账款	745.7	1,262.9	2,172.3	3,397.5	4,944.9	流动资产周转天数	603	641	571	484	457	
应收票据	73.5	231.8	162.3	253.9	369.5	应收帐款周转天数	205	237	267	283	291	
预付帐款	134.7	214.8	214.8	214.8	214.8	存货周转天数	140	122	122	120	122	
存货	365.4	637.1	968.3	1,471.7	2,126.8	总资产周转天数	783	826	709	582	531	
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	384	381	375	
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%	21.7%	25.9%	28.1%	
长期股权投资	4.1	4.1	5.0	8.0	10.0	ROA	10.5%	9.2%	10.9%	13.4%	14.2%	
投资性房地产	18.5	18.0	20.0	20.0	20.0	ROIC	29.5%	27.9%	31.1%	30.3%	29.3%	
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%	12.0%	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%	0.8%	1.7%	1.6%	
资产总额	2,816.8	4,064.9	5,274.7	6,712.7	9,212.5	三费/营业收入	15.2%	15.5%	14.8%	15.2%	15.1%	
短期债务	80.0	248.0	246.9	341.9	991.5	偿债能力						
应付帐款	298.3	498.4	596.5	920.4	1,330.1	资产负债率	27.1%	41.4%	49.7%	48.4%	49.7%	
应付票据	214.6	435.9	387.3	597.6	863.7	负债权益比	37.2%	70.7%	98.8%	93.9%	98.7%	
其他流动负债	165.8	462.0	462.0	462.0	462.0	流动比率	2.86	1.93	2.57	2.42	2.22	
长期借款	-	20.0	920.0	920.0	920.0	速动比率	2.37	1.54	2.00	1.78	1.62	
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	30.99	15.67	17.09	
负债总额	763.3	1,683.3	2,621.2	3,250.4	4,575.7	分红指标						
少数股东权益	1.6	6.5	8.8	12.4	17.6	DPS(元)	-	0.07	0.08	0.12	0.18	
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	1,902.3	2,707.6	3,876.8	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	2,653.5	3,462.3	4,636.8							
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	294.8	374.2	576.5	898.3	1,304.4	EPS(元)	0.40	0.50	0.77	1.21	1.75	
加: 折旧和摊销	26.8	39.0	45.8	56.3	64.7	BVPS(元)	2.77	3.21	3.57	4.66	6.25	
资产减值准备	8.3	18.4	20.0	20.0	30.0	PE(X)	49.8	39.4	25.6	16.4	11.3	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	6.2	5.5	4.2	3.2	
财务费用	7.6	8.9	6.9	18.9	62.3	P/FCF	-	2,242.9	64.3	-26.3	117.8	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	13.0	9.8	6.2	4.0	2.7	
少数股东损益	0.1	1.2	2.3	3.6	5.2	EV/EBITDA	31.5	35.6	24.1	15.4	11.0	
营运资金的变动	-176.6	-328.4	-1,237.6	-1,379.6	-1,742.5	CAGR(%)	45.0%	51.6%	48.7%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	156.8	85.6	-574.1	-339.2	-253.8	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	3.7	3.6	3.5	
融资活动产生现金流量	449.4	134.3	575.2	-56.8	435.3	REP	1.9	2.3	1.3	0.9	0.7	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，计算机行业高级分析师，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。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，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	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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