

分析师： 马先文 862765799815 maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511060001

联系人： 黄焜 (8627) 65799815 huangkun@cjsc.com.c

净利润增速低于预期，基本面依然长期看好

事件描述

软控股份公布 2011 年三季报，主要财务指标如下：

表 1：软控股份 2011 年三季报主要财务数据

	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比增速
营业收入（万元）	138,519.35	87,049.70	59.13%
营业利润（万元）	29,790.65	21,910.82	35.96%
净利润（万元）	26,190.47	21,701.77	20.68%
经营活动现金流（万元）	-54,943.61	10,399.20	-628.34%
EPS（元）	0.35	0.29	20.69%
ROE	10.45%	10.04%	增加 0.41 个百分点

资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

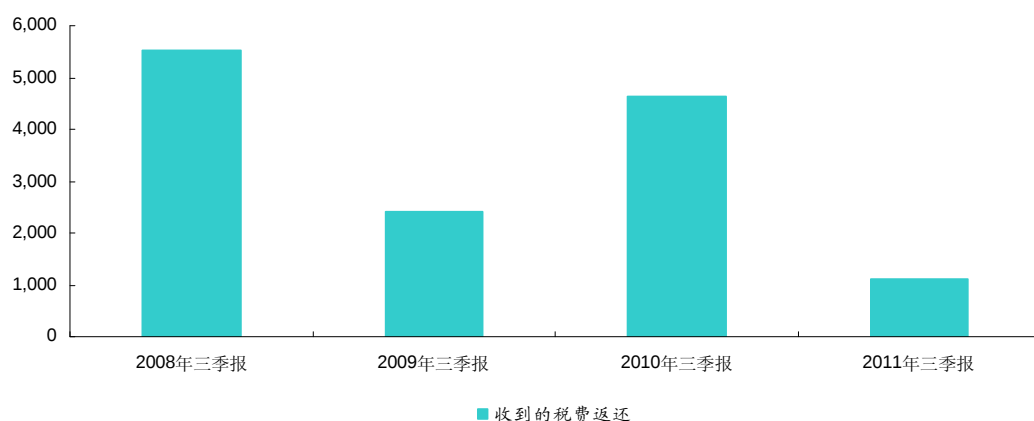
第一，营收增长符合预期，净利润增速显著低于营收增速

公司前三季度营收增长 59.13%，净利润增长 20.68%，EPS 0.35 元。较高的营收增长，反映了公司产品销售情况依然十分良好，而净利润增速明显低于营收增速的原因我们认为有三：

其一，毛利率与去年同期相比下滑 6.3 个百分点，这主要是由于公司跨行业扩张导致配料系统、压力容器等产品毛利率下滑所致。我们认为，这是公司跨行业开拓市场的必要手段，是跨行业扩张之初所必经的过程，并非市场竞争激烈或公司产品竞争力下降所致。

其二，国税总局对新 18 号文的增值税退税仍未落实，公司前三季度增值税退税尚未到位，该项约合 2000 多万，影响净利润增幅达 10 个百分点。我们预计，退税于四季度到位后，利润增速必将明显加快。

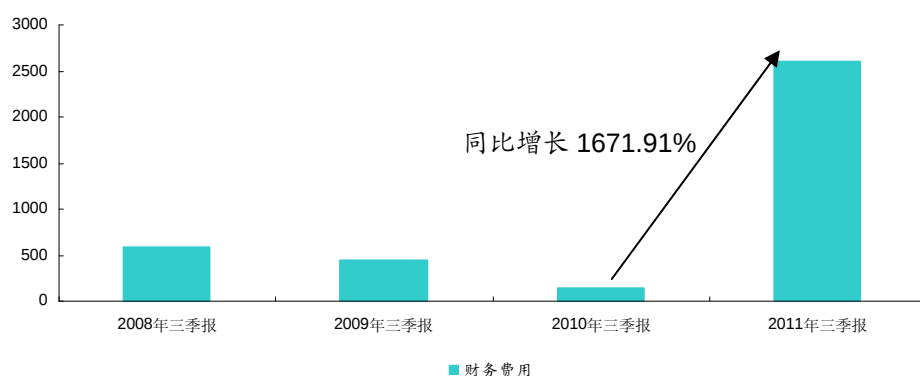
图 1：近年来三季报收到的税费返还数额对比（单位：万元）



资料来源：长江证券研究部

其三，上半年借款增加和下半年发行债券，导致财务费用相比去年同期增长 2450 多万元。而这正是由于公司当前处于扩张期，对资金需求大幅增加所致。

图 2：近年来三季报财务费用对比（单位：万元）



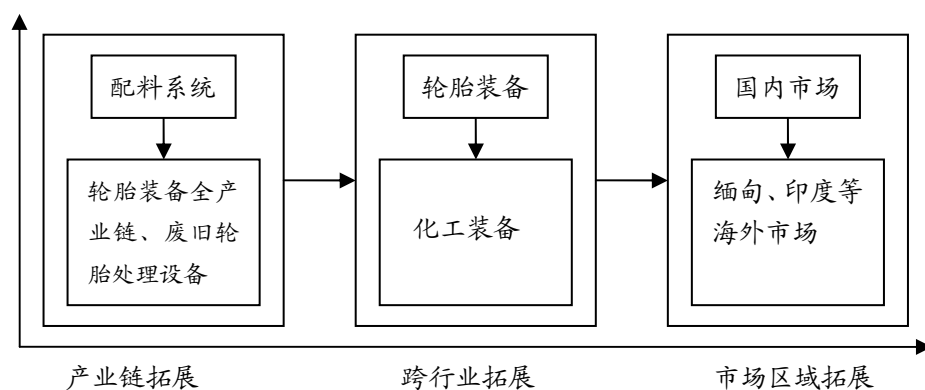
资料来源：长江证券研究部

第二，基本面依然十分健康，坚定看好公司长期发展前景

公司目前基本面并无任何恶化迹象，我们仍然坚持前期深度报告中的推荐逻辑：即国内半钢轮胎投资热潮带动轮胎装备需求快速增长、化工及海外市场逐步进入收获时点、废旧轮胎回收利用项目产业化路径日益清晰。

事实上，公司的发展战略在于产业链延伸、跨行业拓展和市场区域的不断扩张。然而，新行业、新市场、新领域的拓展，必将是一个长期的过程，并非一蹴而就的爆发式增长，由此也导致了公司目前业绩增速放缓，而这正是扩张期的阵痛。我们认为，基于公司强大的研发能力，新行业、新市场、新领域的发展将使其更具长期增长潜力。

图 3：公司战略发展逻辑



资料来源：长江证券研究部

对于公司明年趋势，我们认为，从时点上看，以上三因素在明年对业绩的体现较为明显，而今年订单的大幅增长（预计在 40%以上）也在一定程度上可支撑明年业绩，公司长期投资价值十分明显。

第三，维持“推荐”评级

我们预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.70、1.00 元，公司未来几年业绩增长十分确定，目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 24.13、16.77 倍，公司长期投资价值十分明显，估值明显偏低，建议买入，并维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1500	2374	3437	4708	货币资金	831	1204	1163	1313
营业成本	877	1490	2200	3016	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	623	885	1238	1692	应收账款	1263	2070	2971	4062
% 营业收入	41.5%	37.3%	36.0%	35.9%	存货	637	1128	1637	2204
营业税金及附加	12	19	27	37	预付账款	215	397	565	745
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	33	47	65	85	流动资产合计	3177	5192	6887	9053
% 营业收入	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	195	242	299	377	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	10.2%	8.7%	8.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	5	37	53	53	投资性房地产	18	18	18	18
% 营业收入	0.3%	1.6%	1.5%	1.1%	固定资产合计	682	818	954	1093
资产减值损失	18	18	19	23	无形资产	137	130	124	118
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	11	11	11	11
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	24	3	3	3
营业利润	360	521	774	1117	其他非流动资产	12	12	12	12
% 营业收入	24.0%	22.0%	22.5%	23.7%	资产总计	4065	6187	8012	10312
营业外收支	78	85	94	99	短期贷款	248	0	0	0
利润总额	438	607	868	1216	应付款项	901	1529	2259	3098
% 营业收入	29.2%	25.6%	25.3%	25.8%	预收账款	455	712	1031	1413
所得税费用	64	88	122	170	应付职工薪酬	7	13	20	27
净利润	374	519	746	1045	应交税费	-1	-1	-1	-2
归属于母公司所有者的净利润	373.0	516.9	743.9	1041.7	其他流动负债	33	55	79	107
利润					流动负债合计	1644	2309	3387	4642
少数股东损益	1	2	3	4	长期借款	20	20	20	20
EPS (元/股)	0.50	0.70	1.00	1.40	应付债券	0	950	950	950
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	11	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	86	-117	197	399	负债合计	1683	3287	4365	5620
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	2892	3636	4678
长期股权投资	-7	0	0	0	少数股东权益	6	8	11	15
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2382	2900	3647	4692
固定资产投资	-230	-174	-184	-197	负债及股东权益	4065	6187	8012	10312
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-237	-174	-184	-197	EPS	0.502	0.696	1.002	1.403
债券融资	0	950	0	0	BVPS	3.20	3.90	4.90	6.30
股权融资	2	0	0	0	PE	33.44	24.13	16.77	11.97
银行贷款增加 (减少)	188	-248	0	0	PEG	0.82	0.59	0.41	0.29
筹资成本	56	-37	-53	-53	PB	5.25	4.31	3.43	2.67
其他	-111	0	0	0	EV/EBITDA	29.53	20.28	13.92	9.83
筹资活动现金流净额	134	665	-53	-53	ROE	15.7%	17.9%	20.5%	22.3%
现金净流量	-17	374	-41	149					

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

黄焜，华中科技大学管理科学与工程专业博士，南京航空航天大学信息工程学士，从事计算机行业研究。

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。