

暂时性税收因素影响 2011 年利润增速

软控股份业绩快报点评

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

23.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 23.00 元

现价(2012 年 02 月 17 日): 15.32 元

报告日期: 2012-02-19

报告关键点:

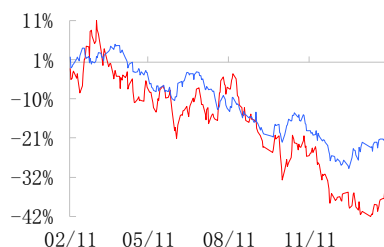
- 暂时性税收因素导致净利润增速低于收入增速
- 4 季度营业利润率接近历史最好水平, 或为毛利率快速回升所致。

报告摘要:

- 2011 年主要财务指标呈现增长态势。业绩快报显示, 2011 年公司收入、营业利润、利润总额、净利润分别为 22.3 亿、5.21 亿、5.62 亿、4.54 亿元人民币, 同比分别增长 48.8%、44.7%、28.3% 和 21.8%, 每股收益 0.61 元, 符合我们的预期。
- 暂时性税收因素成影响净利润增速最大原因。导致公司净利润增速远低于收入增速的因素, 既有毛利率下降等经营性因素, 但更主要的是营业外收入等非经营性因素。公司营业外收入同比下降 38.65%, 主要是受软件增值税退税政策延期影响, 收到的退税收入减少近 2000 万。另外由于 2011 年国家规划布局内重点软件企业名单尚未公布, 所得税率按 15% 计算, 而 2010 年为 10%。我们判断, 公司后续获得重点软件企业认定应该比较确定, 未来应会做追溯调整, 而增值税退税收入确认的滞后只是改变了在年度间分布的比例, 使 2012 年退税收入会有大幅增加, 而 1 季报就可能体现的较为充分。剔除这两方面因素影响, 预计公司 2011 年 EPS 实际可以达到 0.67-0.68 元, 略超市场预期。
- 单季度营业利润率创近年新高, 毛利率已现回升态势。公司营业利润率仅比 2010 年低 0.6 个百分点, 而前三季度公司营业利润率较 2010 年同期低 3.6 个百分点, 4 季度单季营业利润率达到 26.4%, 高于 2010 年 4 季度 4 个百分点, 接近为公司近 5 年来的最好水平, 我们判断营业利润率较前三季度大幅提升主要是毛利率的回升, 因为从期间费用率来看, 2011 年前三季度已经较 2010 年同期下降了 1.9 个百分点, 考虑到 2011 年发行公司债利息费用增长较快, 费用率即使进一步下降, 幅度也很有限, 这就表明第 4 季度毛利率已经回升到接近 2010 年的水平, 也表明前三季度毛利率的下降主要是产品结构变化导致, 而非系统性的下降, 随着公司新产品毛利率的稳步提升、高毛利率产品比重上升以及高端客户比重的上升, 我们预计 2012 年公司整体毛利率将呈现继续回升态势。
- 维持买入-A 投资评级。我们暂不调整对公司盈利预测, 预计 2012-2013 年公司 EPS 分别为 0.92 和 1.32 元, 尽管市场此前对公司所处行业悲观预期浓厚, 但无论从下游投资还是公司订单来看, 仍然保持稳定较快增长, 预期与现实的差异有望带来较好的投资机会, 我们维持对公司买入-A 投资评级。
- 风险提示: 收入确认的季节性波动带来的业绩不达预期风险

总市值(百万元)	11,373.03
流通市值(百万元)	9,237.36
总股本(百万股)	742.37
流通股本(百万股)	602.96
12 个月最低/最高	13.26/26.57 元
十大流通股东(%)	29.10%
股东户数	24,670

12 个月股价表现



	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.52	(10.00)	(14.27)
绝对收益	11.26	(12.66)	(35.28)

侯利
010-66581642
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
行业分析师
huyw@essence.com.cn
S1450511050001

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	2,232.0	3,211.0	4,413.8
Growth(%)	23.6%	32.9%	48.8%	43.9%	37.5%
净利润	294.8	374.2	461.0	700.3	1,005.7
Growth(%)	31.5%	26.5%	21.9%	50.2%	43.6%
毛利率(%)	40.0%	41.5%	39.2%	39.7%	40.4%
净利润率(%)	26.1%	24.9%	20.4%	21.3%	22.2%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.61	0.92	1.32
每股净资产(元)	2.77	3.21	4.08	4.93	6.15
市盈率	38.6	30.5	25.0	16.7	11.6
市净率	5.5	4.8	3.8	3.1	2.5
净资产收益率(%)	14.4%	15.7%	15.2%	19.1%	22.0%
ROIC(%)	29.5%	27.9%	25.8%	25.8%	29.1%
EV/EBITDA	23.8	27.3	18.6	13.7	9.9

前期研究成果

软控股份: 整合并购再下一城	2012-01-13
软控股份: 奏响海外并购序曲	2011-12-02
软控股份: 净利润增速见底, 静待预期逐步兑现	2011-10-21

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2012-02-17		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1,128.2	1,500.0	2,232.0	3,211.0	4,413.8	成长性						
减: 营业成本	676.4	876.8	1,357.2	1,935.4	2,631.0	营业收入增长率	23.6%	32.9%	48.8%	43.9%	37.5%	
营业税费	9.5	11.8	16.7	25.7	35.3	营业利润增长率	42.5%	37.6%	44.8%	37.0%	47.2%	
销售费用	18.1	32.7	40.4	64.2	79.4	净利润增长率	31.5%	26.5%	21.9%	50.2%	43.6%	
管理费用	149.9	195.1	256.7	385.3	525.2	EBITDA 增长率	38.3%	38.3%	51.6%	37.3%	41.6%	
财务费用	4.1	4.8	38.3	60.6	60.9	EBIT 增长率	38.7%	37.3%	53.3%	38.5%	43.5%	
资产减值损失	8.3	18.4	1.0	25.0	30.0	NOPLAT 增长率	29.0%	26.8%	30.2%	53.1%	40.6%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.9%	40.9%	53.3%	24.3%	30.5%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	75.7%	16.0%	27.0%	20.9%	24.8%	
营业利润	262.0	360.4	521.7	714.8	1,051.8	利润率						
加: 营业外净收支	71.1	77.6	40.6	81.0	91.0	毛利率	40.0%	41.5%	39.2%	39.7%	40.4%	
利润总额	333.0	437.9	562.3	795.8	1,142.8	营业利润率	23.2%	24.0%	23.4%	22.3%	23.8%	
减: 所得税	38.2	63.7	101.2	95.5	137.1	净利润率	26.1%	24.9%	20.4%	21.3%	22.2%	
净利润	294.8	374.2	461.0	700.3	1,005.7	EBITDA/营业收入	25.6%	26.6%	27.1%	25.9%	26.7%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	23.6%	24.3%	25.1%	24.1%	25.2%	
货币资金	848.8	830.5	1,254.2	1,250.8	1,142.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	102	115	101	84	68	
应收帐款	745.7	1,262.9	1,506.6	1,740.8	2,392.9	流动营业资本周转天数	207	216	250	258	254	
应收票据	73.5	231.8	611.5	879.7	1,209.3	流动资产周转天数	603	641	620	555	494	
预付帐款	134.7	214.8	214.8	214.8	214.8	应收帐款周转天数	205	237	223	184	170	
存货	365.4	637.1	929.6	1,305.7	1,775.0	存货周转天数	140	122	127	126	128	
其他流动资产	-	-	-7.0	-7.0	-7.0	总资产周转天数	783	826	785	693	603	
可供出售金融资产	-	-	228.0	228.0	228.0	投资资本周转天数	377	392	390	368	342	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	4.1	4.1	5.0	8.0	10.0	ROE	14.4%	15.7%	15.2%	19.1%	22.0%	
投资性房地产	18.5	18.0	20.0	20.0	20.0	ROA	10.5%	9.2%	8.1%	10.5%	12.4%	
固定资产	403.1	551.8	699.2	799.7	863.2	ROIC	29.5%	27.9%	25.8%	25.8%	29.1%	
在建工程	59.6	130.1	46.0	98.4	79.4	费用率						
无形资产	137.6	137.2	137.2	137.3	137.4	销售费用率	1.6%	2.2%	1.8%	2.0%	1.8%	
其他非流动资产	25.9	46.7	21.8	21.8	21.8	管理费用率	13.3%	13.0%	11.5%	12.0%	11.9%	
资产总额	2,816.8	4,064.9	5,667.1	6,698.2	8,087.4	财务费用率	0.4%	0.3%	1.7%	1.9%	1.4%	
短期债务	80.0	248.0	246.4	243.1	240.6	三费/营业收入	15.2%	15.5%	15.0%	15.9%	15.1%	
应付帐款	298.3	498.4	572.6	816.6	1,110.1	偿债能力						
应付票据	214.6	435.9	371.8	530.2	720.8	资产负债率	27.1%	41.4%	46.6%	45.4%	43.6%	
其他流动负债	165.8	462.0	462.0	462.0	462.0	负债权益比	37.2%	70.7%	87.3%	83.1%	77.2%	
长期借款	-	20.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	2.86	1.93	2.73	2.62	2.66	
其他非流动负债	4.6	19.1	948.8	948.8	948.8	速动比率	2.37	1.54	2.17	1.98	1.94	
负债总额	763.3	1,683.3	2,641.6	3,040.7	3,522.2	利息保障倍数	65.17	75.60	14.64	12.79	18.26	
少数股东权益	1.6	6.5	13.0	30.5	55.7	分红指标						
股本	494.9	742.4	742.4	742.4	742.4	DPS(元)	-	0.07	0.06	0.09	0.13	
留存收益	1,557.0	1,633.0	2,270.1	2,884.6	3,767.1	分红比率	0.0%	13.3%	10.0%	10.0%	10.0%	
股东权益	2,053.5	2,381.6	3,025.5	3,657.5	4,565.1	股息收益率	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	294.8	374.2	461.0	700.3	1,005.7	EPS(元)	0.40	0.50	0.61	0.92	1.32	
加: 折旧和摊销	26.8	39.0	45.8	56.3	64.7	BVPS(元)	2.77	3.21	4.08	4.93	6.15	
资产减值准备	8.3	18.4	1.0	25.0	30.0	PE(X)	38.6	30.5	25.0	16.7	11.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	4.8	3.8	3.1	2.5	
财务费用	7.6	8.9	6.9	38.3	60.6	P/FCF	-	1,737.1	28.8	-367.2	-86.5	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.1	7.6	5.1	3.5	2.6	
少数股东损益	0.1	1.2	6.5	17.5	25.1	EV/EBITDA	23.8	27.3	18.6	13.7	9.9	
营运资金的变动	-176.6	-328.4	-941.8	-503.4	-994.1	CAGR(%)	33.4%	39.0%	45.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	156.8	85.6	-389.2	356.4	192.4	PEG	1.2	0.8	0.6	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-185.0	-236.8	-329.0	-203.1	-102.1	ROIC/WACC	3.5	3.4	3.1	3.1	3.5	
融资活动产生现金流量	449.4	134.3	1,103.0	-132.1	-161.5	REP	1.4	1.7	1.2	1.0	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

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@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	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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