

分析师： 马先文，陈志坚，何之渊 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

新产品日趋成熟，高速增长仍将延续

事件描述

青岛软控今日发布 08 年年报，主要财务指标如下：

表 1：青岛软控 08 年主要财务数据

	2008 年	2007 年	同比增速
营业收入（万元）	91249	50246	81.60%
营业利润（万元）	18387	12166	51.13%
净利润（万元）	22407	14333	56.34%
经营活动现金流（万元）	4650	4832	-3.77%
EPS（元）	0.79	0.50	
ROE	19.18%	14.95%	上升 4.23 个百分点

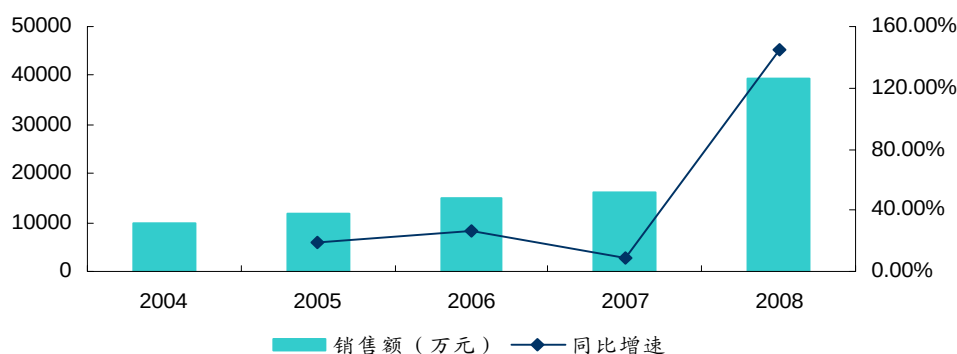
资料来源：民航总局，长江证券研究部

事件评论

第一，成型机成为业绩驱动的主要因素

公司业绩符合市场预期。与 07 年依靠配料系统驱动业绩增长不同的是，08 年成型机成为公司业绩增长的主要动力，其原因在于成型机历经几年研发后，产品日趋成熟，竞争力得到进一步提升，从而提高了其市场占有率。而下游轮胎企业生产线在 07 年进行了大量的配料系统上线后，成型机 08 年需求得到有效释放。

图 1：成型机历年收入及毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从公司其他产品的收入增长看，配料系统收入继 07 年大幅增长后，08 已经开始下滑，其主要原因是轮胎企业生产线建设和改造的各个工序时间不太一致，07 年轮胎企业在大幅增加配料系统投入后，08 年需求处于下滑属正常现象。而公司在配料系统领域市场份额高达 85%以上也在一定程度上抑制了通过产品替代方式提高收入的目的。值得注意的是，动平衡系统和裁断机/内衬层系统 08 年取得大幅增长，这表明继配料和成型机系统取得市场认同后，公司动平衡系统和裁断机/内衬层系统也逐步被客户认可，同时意味着公司轮胎装备领域的产业链更加完善，核心竞争力得到进一步加强。

第二，经济危机影响无需过分担忧，订单充裕确保 09 年业绩增长

市场对青岛软控较为担忧的是下游轮胎企业受经济危机影响而延缓生产线或取消订单，从而对公司 09 年业绩产生影响。我们认为无需为此过分担忧，理由有三点：一是国内轮胎需求主要来自存量市场，这一点我们在前期报告中已用数据详细说明。二是公司产品主要用于子午胎生产线，而未来几年，子午胎代替斜交胎的趋势仍将延续，因此子午胎受此影响相对较小。三是在全球经济下滑的背景下，欧洲及美国汽车销量大幅下滑，而中国汽车需求总体上还处于成长期，全球轮胎制造业正逐步向中国转移，这将有利于拉动轮胎装备的投资需求。从目前了解的情况来看，国内轮胎企业开工率较去年四季度已有所提升，而公司订单尚未出现大幅取消或延缓的现象。

事实上，从公司近两年的接单情况来看，07 和 08 年综合接单数量达 25.44 亿元，而 07 和 08 年收入共 14.15 亿元，这也意味着目前至少还有 11.29 亿元订单尚未执行，加上 07 年收入一部分来自 06 年订单，当前实际尚未形成收入订单超过 11.29 亿元，这足以支撑公司 09 年业绩仍能保持快速增长。

表 2：青岛软控近两年接单情况（万元）

	2008 年	2007 年	08 年跨期执行的接单
配料系统	23353	30159	10706
成型机	45894	60375	17790
检测系统	8296	6425	6419
密炼机	8207	6020	3976
橡胶产品	15916	18522	9583
压力容器	17542	11396	7136
其他	1078	1246	801
合计	120286	134173	56411

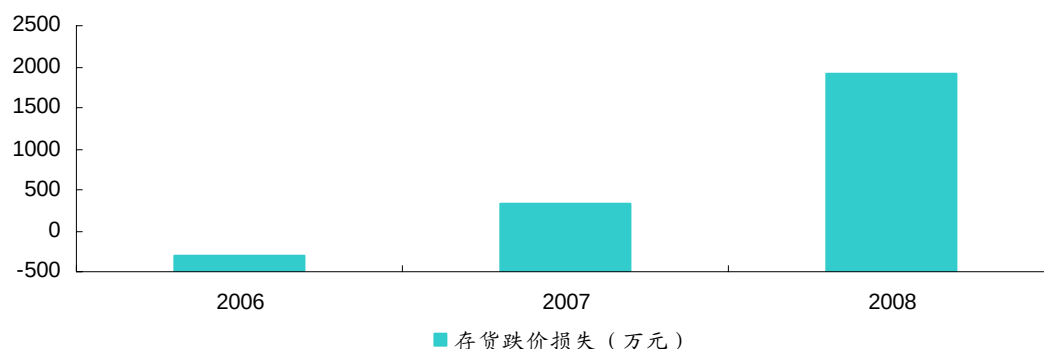
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从接单情况来看，成型机仍然是公司未来业绩增长的主要动力，同时，压力容器随着客户领域的拓展将进入快速增长期，而检测系统、裁断机等产品已日趋成熟，未来有望成为公司新的利润增长点。

第三，关注产能不足、存货减值风险

对于青岛软控来说，产能不足始终是近几年围绕公司发展的主要问题，但 09 年胶州基地的投入建设将在一定程度上缓解公司产能不足的压力。同时，我们从公司 08 年财报可以看出，08 年资产减值损失 3274 万，除正常的应收账款提取减值损失外，存货跌价损失 1917 万，较去年同期增长 1582 万，这在一定程度上侵蚀了公司的利润。但公司存货主要为尚未形成收入的订单，一旦今年发货安装，减值损失也将可能冲回，这在一定程度上为公司创造了调节利润的弹性空间。

图 2: 公司近几年存货跌价损失



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.05、1.27 元, 目前股价对应 09 年 PE 仅为 16 倍, 低于行业平均水平, 估值优势明显, 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)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	912	1189	1513	1899	货币资金	421	119	151	190
营业成本	554	711	919	1158	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	359	478	594	742	应收账款	558	729	927	1164
% 营业收入	39.3%	40.2%	39.2%	39.1%	存货	483	674	872	1098
营业税金及附加	6	8	10	12	预付账款	110	141	182	229
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	14	19	24	28	流动资产合计	1610	1716	2200	2766
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	114	143	182	209	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	12.0%	12.0%	11.0%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	8	9	16	23	投资性房地产	19	19	19	19
% 营业收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%	固定资产合计	295	565	713	843
资产减值损失	33	19	10	12	无形资产	136	149	161	172
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	16	2	1	1
营业利润	184	281	352	457	其他非流动资产	0	1	1	2
% 营业收入	20.1%	23.6%	23.3%	24.0%	资产总计	2090	2465	3109	3817
营业外收支	58	50	50	60	短期贷款	210	260	469	580
利润总额	242	331	402	517	应付款项	490	586	683	829
% 营业收入	26.5%	27.8%	26.6%	27.2%	预收账款	239	238	303	380
所得税费用	18	33	40	52	应付职工薪酬	3	4	5	7
净利润	224	298	362	465	应交税费	-52	-90	-125	-160
归属于母公司所有者的净利润	224.1	297.8	361.7	465.1	其他流动负债	17	22	11	14

少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	907	1019	1346	1649
EPS (元/股)	0.79	1.05	1.27	1.63	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	46	35	128	259	其他非流动负债	14	24	34	44
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	921	1043	1380	1693
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1168	1422	1729	2124
无形资产投资	0	-20	-20	-20	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-175	-312	-215	-219	股东权益	1168	1422	1729	2124
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2090	2465	3109	3817
投资活动现金流净额	-175	-332	-235	-239	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.786	1.045	1.269	1.632
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.10	4.99	6.07	7.46
银行贷款增加 (减少)	118	50	210	111	PE	20.80	15.65	12.89	10.02
筹资成本	21	-54	-70	-93	PEG	0.75	0.57	0.47	0.36
其他	-42	0	0	0	PB	3.99	3.28	2.70	2.19
筹资活动现金流净额	97	-4	140	18	EV/EBITDA	21.12	14.14	11.27	8.76
现金净流量	-31	-302	32	39	ROE	19.2%	20.9%	20.9%	21.9%

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。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

何之渊，复旦大学产业经济系数量经济专业硕士，复旦大学材料系电子科技专业学士，从事家电、电子行业研究。

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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。