

业务发展空间很大，切分蛋糕能力很强

青岛软控调研报告

报告关键点：

- 市场份额提升、进口替代、海外市场、跨行业发展、轮胎翻新业务启动，五大因素显示公司发展空间十分广阔。
- 国内外刺激汽车消费政策、在手订单充足、多项新业务推广力保中短期增长无忧。

报告摘要：

- 业务发展空间很大。**公司目前在国内橡胶机行业市场份额仅8%，距离公司目标30%还有近3倍的提升空间，而且进口替代的空间仍然比较大。发达国家轮胎生产线的更新和发展中国家子午线化率较低为性价比比较好的国内橡胶机产品出口带来了难得的机遇。公司配料系统的跨行业突破在即，标志性突破将配料系统的潜在市场空间放大到几十亿元的规模，并且其所展现出的拓展潜力可以提供更大的想象空间。国内轮胎翻新行业启动在即，公司将掘金产业链各个环节。
- 切分蛋糕能力很强。**公司独特的产业链发展模式，齐全的产品线和软硬结合的产品形态使公司业绩增长能够持续超越行业平均增速，国家级研究中心的成立使公司研发实力和整合业内资源的能力进一步提升，而这一切都与公司具有吸引力和凝聚力的企业文化密不可分，文化的力量使公司发展更稳健更持久。全球金融危机背景下，轮胎企业的投资并没有消失，只是出现了新的发展特点，产业格局逐步向规范化、规模化、品牌化发展，公司凭借技术优势和深度关系营销，更容易获得品牌客户的订单。
- 中短期增长无忧。**国家陆续出台的汽車、装备制造业和电子信息三大产业振兴规划都对汽車及轮胎需求形成支撑，化工和物流产业振兴规划为公司跨行业发展提供了良好的政策环境。德国、日本等发达国家推出鼓励汽車消费。公司在手订单已经能够支持09年的增长，一次法半钢成型机、轮胎生产节能系统、风电相关设备等新业务的拓展均带来新的增长点。
- 估值、风险与催化剂。**我们上调了对09、10年的盈利预测，预测公司09、10EPS分别为1.07和1.46元，考虑到公司定向增发因素，按增发4500万股计算，摊薄后EPS分别为0.92和1.26元，给予09年25倍PE，6个月目标价格为23元，维持买入-A投资评级。公司主要风险在于如果全球经济进一步恶化，公司在手订单可能会因轮胎企业停止或延后扩产计划而难以执行。未来几个月股价表现催化剂可能来自三个方面，一是跨行业突破标志性订单的签订；二是《废旧轮胎回收利用管理条例》的颁布实施；三是汽車和轮胎需求的持续回暖，公司新签订单的持续增长。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
23 元

期限： 6 个月 上次预测： 21.00 元

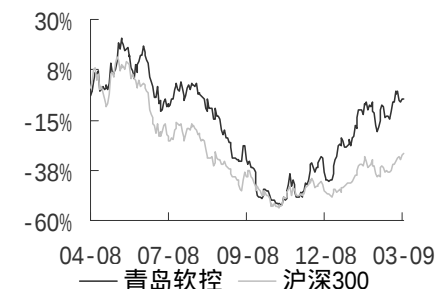
现价： 17.05 元

报告日期：
2009-04-01

市场数据

总市值(百万元)	4,858.23
流通市值(百万元)	3,199.31
总股本(百万股)	284.94
流通股本(百万股)	187.64
12 个月最高/最低	8.29/39.96 元
十大流通股股东(%)	32.49%
股东户数	11,803

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.08	24.74	24.67
绝对收益	18.83	62.22	(5.58)

研究员

侯利
行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	502.5	912.5	1,152.0	1,601.3	2,050.1
Growth(%)	41.3%	81.6%	26.2%	39.0%	28.0%
净利润	143.3	224.1	304.5	414.7	538.4
Growth(%)	61.1%	56.3%	35.9%	36.2%	29.8%
毛利率(%)	46.0%	39.3%	40.0%	40.8%	41.8%
净利润率(%)	28.5%	24.6%	26.4%	25.9%	26.3%
每股收益(元)	0.50	0.79	1.07	1.46	1.89
每股净资产(元)	3.36	4.10	5.06	6.37	8.07
市盈率	33.9	21.7	16.0	11.7	9.0
市净率	5.1	4.2	3.4	2.7	2.1
净资产收益率(%)	15.0%	19.2%	21.1%	22.8%	23.4%
ROIC(%)	34.7%	37.5%	30.6%	33.8%	33.5%
EV/EBITDA	16.0	22.5	14.6	10.4	7.8
股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%

前期研究成果

青岛软控：09 年快速增长明确

2009-03-09

青岛软控：自主创新能力获得国家肯定

2009-02-27

青岛软控：08 年业绩靓丽依然

2009-02-12

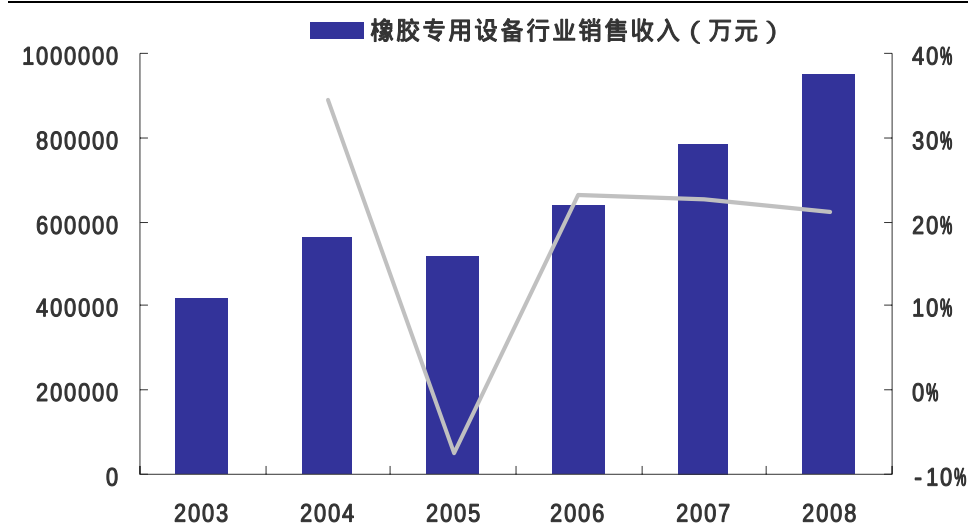
1. 业务空间足够大

1.1. 国内橡胶机械空间仍大

公司目前主要是为轮胎橡胶行业提供专业化数字化装备。市场对公司的一个疑虑是该行业市场空间有限，公司成长会遇到天花板。公司对此的看法是行业蛋糕的大小并不是企业能够决定的，但公司能够不断提升自己切分蛋糕的能力，获得更多的市场份额。公司一向遵循稳健的发展思路，只有新产品成熟以后才推向市场，一旦推向市场就成为市场上的领导厂商，不断提高市场份额。公司最早开发的配料系统产品已经占据了国内市场 85% 的市场份额，产品进入全球和国内前十大轮胎生产企业。后续推出的全钢三鼓成型机国内市场份额已经超过 30%，半钢一次法成型机 08 年刚投向市场，市场份额不到 5%，但已经有意向的订单已经超过 2 亿元，其他设备均是公司近一两年推向市场的设备，目前市场份额均不到 5%。

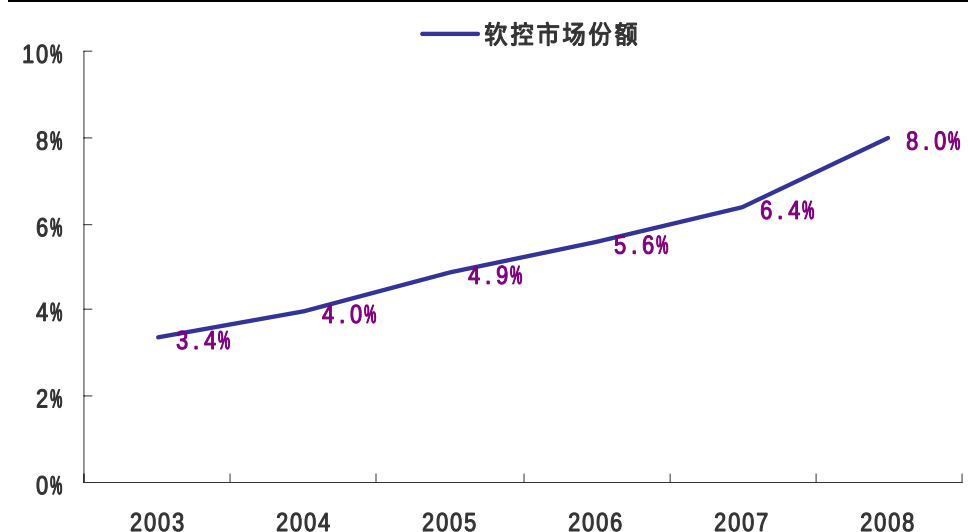
公司的目标是所有产品 3-5 年市场占有率均达到或超过 30%，从国内橡胶机械行业整体规模来看，08 年行业销售收入为 95 亿元，即使假设未来 5 年行业不增长，30% 的市场份额即意味着公司在橡机行业将做到接近 30 亿的规模，相对于 08 年橡机产品 7.6 亿的销售收入还有近 3 倍的空间，如果 5 年达到目标，则 5 年的复合增长率将达到 31%。08 年公司占国内橡机产品市场份额为 8%，可拓展空间仍然非常大。

图 1 中国橡胶专用设备行业销售收入规模



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 2 青岛软控收入占国内橡胶专用设备行业收入份额



数据来源：安信证券研究中心计算整理

尽管这种估算可能存在统计口径的问题而可能存在较大的问题，但应该看到的是，橡胶行业的数据主要是对国内生产企业的统计，而国内还有很多设备是进口的，本身还有一个进口替代的空间，以成型机为例，公司成型机在本土企业中的市场份额在38-40%左右，08年销售收入接近4个亿，而国内市场一年的成型机市场需求在30-40亿元左右，这意味着本土企业销售的成型机仅占到三分之一左右，三分之二还是依赖进口，这三分之二对本土龙头企业而言无疑意味着巨大的进口替代空间。

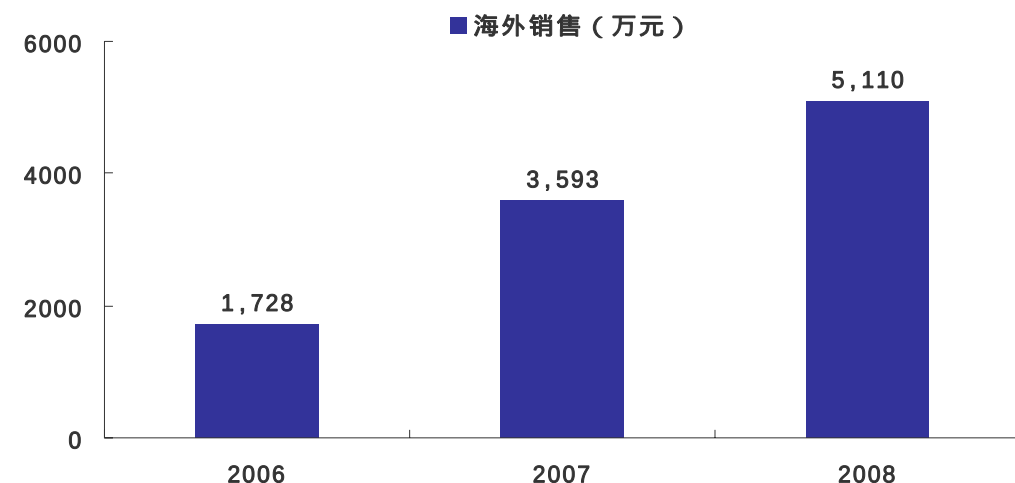
1.2. 海外橡胶机市场空间更大

海外市场空间更大。公司产品已经开始向海外拓展，近三年海外销售收入快速增长，但目前比重还比较低，未来将迎来一个快速增长阶段。我们认为，公司海外市场的空间来自几个方面：

一是欧美日等发达国家很多轮胎企业生产线由于运转时间已经很长，生产线的自动化先进程度已经大大落后于发展中国家的新建产能，加上人力成本高昂、设备老化严重，在金融危机冲击下，这些轮胎跨国公司面临降低生产成本的压力大增，未来或者更新设备，或者向成本低的新兴工业化和发展中国家转移产能成为必然，由于这些产能对应的主要是低端产品，出于成本考虑，轮胎跨国公司更愿意采购一些经过实践检验性价比更好的设备商的设备，公司配料系统已经为全球前十大轮胎生产企业采用且赢得了非常好的口碑，这就使得公司更容易获得来自海外产能转移与设备更新的订单。

二是新兴工业化国家由于承接跨国公司产能转移及经济快速发展带来汽车保有量快速增加，轮胎市场面临大的发展机会，特别是像印度、东南亚市场，目前轮胎子午化率还非常低，处于我国子午线轮胎起步时期的水平，未来发展空间非常大。公司在中东欧、中亚、东南亚、印度和俄罗斯市场的开拓开始显现效果，公司产品性价比优于国外竞争对手，开始在海外市场对外国竞争对手形成替代，前期意向性合作将在09年形成一定的订单，来自中亚、东欧、印度、意大利的订单将比较明确，09年海外市场将产生8000-10000万的销售收入。

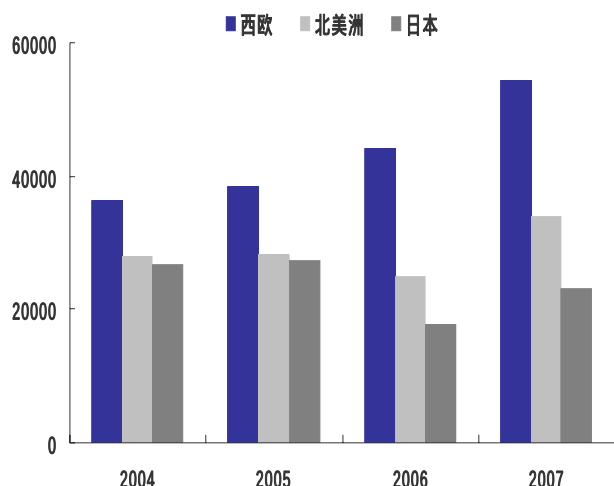
图3 青岛软控产品海外销售收入情况



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

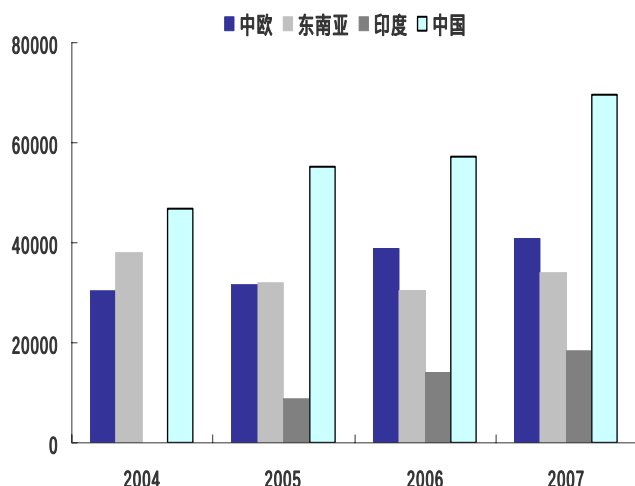
三是从公司出口产品来看，目前仍然主要是配料系统，成型机有少量出口，主要原因一方面是公司发展其他产品的时间相对较短，另一方面是因为国内机加工能力的差距使得公司通过外包生产的设备稳定性方面与国外产品还有一定差距，未来公司将通过募投项目科研制造基地的建设来实现核心部件的自产提高产品性能，一旦公司产品稳定性提升，凭借价格优势，公司配料系统外产品的海外销售也会形成突破，公司目前正在与包括米其林等知名企业在内的跨国轮胎企业商谈配料系统外其他设备的供货意向。我们相信凭借公司的技术实力与对客户深度关系营销，这块的突破只是时间问题。

图 4 发达国家橡胶机销售收入（万美元）



数据来源：ERJ 安信证券研究中心整理

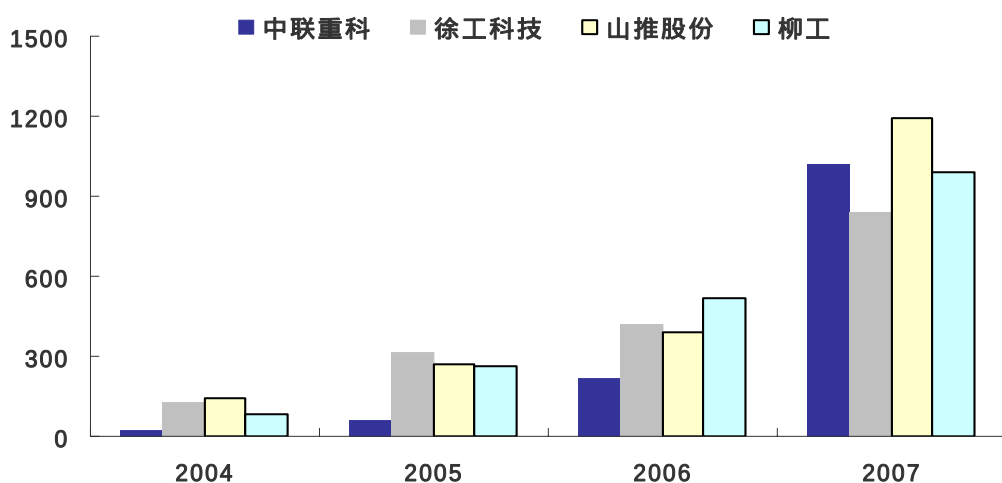
图 5 新兴工业化国家橡胶机销售收入（万美元）



数据来源：ERJ 安信证券研究中心整理

根据欧洲橡胶杂志的统计，07 年中国橡胶机市场约占全球市场的四分之一，这意味着海外市场空间是国内的三倍。我们认为，橡胶机产品相对工程机械等产品而言同属于装备制造行业，但由于软件控制比重更高技术更为复杂，国内与国外的差距更大，但长期来看发展的路径却必然有相似性，一旦国内企业在技术和产品性能上取得突破，首先是进口替代，之后必然是凭借价格优势占据海外市场，尽管形成明显趋势的时间存在一定不确定性，但从国内全球橡胶机 33 强中已有 13 家中国企业这一格局来看，中国企业产品大规模海外销售的时间应该不会等太久了。

图 6 主要工程机械企业出口增长态势



数据来源：wind 安信证券研究中心

另外需要指出的是，尽管设备投资对应的主要是轮胎的增量市场，但由于轮胎设备行业本身也在不断的进行着技术创新，尽管设备升级的速度看起来并不够快。技术进步导致的设备升级换代在橡胶设备行业并非是无足轻重的。我们强调这一点的原因是我们相信，简单的把轮胎产量与设备需求对应起来是有可能低估了对设备需求的。

1.3. 跨行业突破打开新的发展空间

目前尽管公司主要业务是面向轮胎橡胶行业提供数字化装备和信息系统，但公司从未将自身定位在轮胎橡胶行业，而是定位为“致力于信息化带动工业化并改造传统产业”。公司确立这样的定位一方面是基于公司是做应用软件出身，另一方面公司核心技术配料系统技术具有很广泛的应用领域，食品、制药、化工、日化、油墨等行业都需要配料系统。其中化工、食品、制药等行业由于市场规模大，企业盈利能力强，对设备要求较高等原因，对配料系统的需求规模都比较大。以配料系统为主要收入来源的瑞士布勒集团 07 年销售收入 17.7 亿瑞士法郎，相当与人民币 110 亿元，足见配料

系统市场空间巨大。配料系统的跨行业应用从技术原理上来看差别不大，主要区别在于不同行业对自动化水平、称量精度和安全性的要求有差别。公司前期在印钞、油墨、电力行业已经实施过一些项目，从运行结果来看均能够满足客户的需求，使用效果得到客户的认可。但大规模的推进由于缺乏一些典型的成功案例，而食品、医药、化工等市场潜力较大的领域由于对安全性要求较高，在缺少必要资质和运作经验情况下，客户不愿承担试用风险，加之竞争对手为阻止公司进入采取一些非竞争性手段，导致公司配料系统跨行业应用一直缺乏标志性的突破。

公司从战略和战术上对跨行业拓展均进行了有效布局。在战略上走自上而下的高端路线，通过与相关行业的学术带头人、行业协会接触并建立合作，一方面不断完善相关技术，另一方面掌握行业话语权，提高公司在相关行业的影响力与声誉。公司通过收购软控重工，获得了化工行业的相关资质，同时具备了关键器件的生产配套能力，为公司率先在化工行业实现跨行业突破奠定了基础。公司首先选择在化工领域进行突破，主要原因是公司依托青岛科技大学，在化工领域有很强的人脉关系，另外化工领域项目投资规模比较大且具有持续性，突破后的示范效应和带动效应比较强。公司针对化工、食品、医药等市场空间较大的领域均成立了专门的小组来运作，经过长时间与客户深度接触和公关，在上述领域均有一些潜在的合作意向。在化工领域，公司今年将率先取得实质性突破，尽管公司更为看重的是突破带来的示范效应，但亿元量级的项目和较高的毛利水平无疑对公司 09 年业绩会做出较大的贡献。食品、医药等领域尽管受金融危机影响，前期接触的一些项目出现停滞和延后，但公司对后续取得突破也抱有强烈的信心。

相对于在轮胎配料系统 1 年 2 亿元的销售收入，化工领域的突破使得公司在配料系统的潜在市场空间放大到几十亿元的规模，并且其所展现出的拓展潜力可以提供更大的想象空间，

1.4. 轮胎翻新市场启动在即

轮胎循环利用是公司产业链布局的重要一环。但受国内环境和政策缺失等因素影响，轮胎翻新行业在国内发展并不理想，尽管国内企业已经有几百家，翻胎量也逐年增长，但行业缺乏统一的标准，大量企业的翻新水平比较低，而且翻新的大部分是斜交胎。我国橡胶资源仅占世界总资源的 10%，但消费量却占世界的 20% 以上，随着汽车工业的高速发展，我国从 2004 年开始超过美国成为世界第一橡胶消耗大国，所需的橡胶 70% 以上靠进口。2007 年生胶消耗总量约 480 万吨，同年产生的废旧橡胶量达 310 万吨，我国成为世界上废旧橡胶资源产生量最大国家之一，居世界第三位。有专家预言，再过 10~20 年，我国汽车保有量达到 7000 万~1 亿辆时，全世界的天然橡胶都给中国也不够用。因此，如何降低资源性橡胶消耗量，充分使用废旧轮胎资源，发展循环利用，已经成为当务之急。

酝酿了近 7 年之久的《废旧轮胎回收利用管理条例》，现已初步形成草案，预计今年可以出台，新政策的取向是，轮胎翻新和胶粉生产企业将免征增值税，即由现行的征收 17% 的增值税降低为零。此外，废旧轮胎回收体系的建设也正在紧锣密鼓地进行。公司作为轮胎翻新协会的成员单位，也参与的该管理条例的讨论与制定工作。金融危机和国家对节能环保的日益重视也使得相关政策的制定和推进有了实质性进展，这将从政策面上规范扶持轮胎翻新行业的发展，我们预计国内轮胎翻新市场将在政策推广下快速启动。

从企业层面来看，随着美国、欧盟和日本等发达国家轮胎翻新生产的停滞萎缩，世界轮胎翻新正向发展中国家转移。美国、欧盟、日本以及东南亚的新加坡、马来西亚和澳大利亚等国的轮胎翻新生产商和经销商都关注着中国，纷纷到中国寻找商机，谋求发展。马来西亚顺新公司已经在中国建立了一些翻新点，米其林公司也计划在国内开建轮胎翻新点。

在轮胎翻新业务发展战略上，公司也秉承其一贯的稳健而高远的战略思路，在市场尚未规范的时候立足于打好基础，首先发挥公司的优势，研制高效高质的轮胎翻新设备，公司目前已经研制出高压轮胎检验机、电磁波轮胎检查机、全自动胎面成型机、胶粉生产线等等 12 种产品，这些设备目前均在赛轮公司试用以检验其稳定性和效率。

公司在轮胎翻新上的布局非常长远，一方面通过控股的青岛轮胎专修学院进行相关人才培养，为未来发展储备人才，另一方面通过赛轮公司搭建翻新生产示范基地，一旦市场启动，公司将借助自身在轮胎橡胶行业拥有的广泛网络资源，并通过利用各种社会资源，整合整个产业链条，从设备提供、原料制备、轮胎回收、轮胎翻新、渠道建设等多方面掘金轮胎翻新这个大市场。

2. 切分蛋糕能力足够强

发展空间的广阔是我们看好软控的前提，而公司具有长期发展潜力和投资价值的根本是其所具有的超强竞争力，公司凭借其领先的切分蛋糕的能力，具备了持续超越行业平均增长的实力。具体来看，我们认为公司竞争力主要体现在独特模式、技术实力和企业文化三个方面。

2.1. 产业链整合发展模式

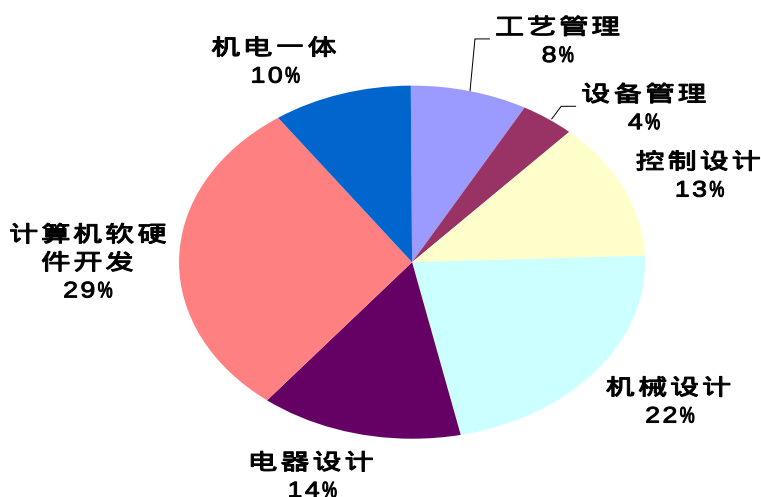
公司是全球唯一一家能够提供轮胎生产所有工序环节设备的企业，产品线丰富，能够为轮胎企业新建生产线提供整体解决方案，同时公司凭借软件开发能力，为轮胎企业生产工艺流程改进、信息化管理提供软件支持，软件控制技术上的优势也成为公司跨行业发展的前提。独特发展模式使公司能够通过帮助轮胎企业提升竞争力来锁定客户，为公司新产品的推广铺平道路。

公司近期获批组建国家轮胎工艺与控制工程中心，公司将以此为支点，结合之前已有的布局，撬动整个产业链条，谋求更大的发展。根据该中心的规划，将在胶州湾东海岸(青岛市主城区)，以青岛科技大学为基地，搭建“国家行业工程中心科研教育区”及“国家橡胶轮胎技术、人才、装备、原材料、产品国际交易市场”和“中国橡胶历史博物馆”；在胶州湾底部(胶州市工业区)建造中国最大的“橡胶信息化科研装备及重化工制造区”；在胶州湾西海岸青岛开发区建造中国子午线工程轮胎、载重轮胎、乘用车轮胎、翻新轮胎最佳经济规模的信息化生产示范基地；在保税区建设中国最大规模的橡胶轮胎物理化学及产品分析实验室和物流仓储中心；在崂山区，搭建国际先进水平的“轮胎模具精加工制造基地”；在莱西市橡胶工业园，搭建“合成橡胶产业科研生产示范基地”；在即墨市，规划建设中国第一个轮胎试验场。

2.2. 研发实力奠定技术优势

我们认为，尽管公司产品形态主要以设备为主，但并不能将公司简单归类为机械类公司。事实上，公司立足于用信息化改造提升传统产业，公司的核心技术主要是软件，公司连续6年被评为国家规划布局内的重点软件企业，拥有53项软件著作权，授权的发明专利6项，受理的发明专利42项。实用新型专利42项；获受理94项。公司根据发展的需要，引进和培养了一支专业结构合理配置的研发队伍，从研发人员的专业分布领域来看，计算机软硬件开发、控制设计等以软为主的人才占据了很高的比重。

图7 青岛软控技术研发队伍专业领域分布



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

公司不仅注重人才的培养和引进，还十分善于整合利用行业内的各种技术人才和资源，聘请了信息控制、机械、橡胶等各专业国内外权威 90 余位专家组成专家委员会；与青岛科技大学等院校合作，其师生成为公司最大的人才库；公司还拥有国家人事部批准设立的博士后科研工作站，吸引高水平人才。尽管脱胎与高校，但合理的机制安排使公司成为产学研合作成功的典范。

2.3. 文化的力量

我们认为，公司之所以能够形成独特的发展模式、卓越的创新能力和核心是公司又一个优秀的团队，而出众的企业文化是这个团队具有凝聚力和战斗力的根本。我们从调研中感受到无论公司高层、中层还是普通员工，都充满了激情与热情。各部门的负责人都在考虑三五年以后的发展源泉在哪里。我们感受到了软控文化的力量，并且相信这种力量必将使公司走的更稳更久。

3. 中短期增长无忧

市场对公司中短期发展的一个担心是轮胎企业需求的下降必将传导到公司，导致公司业绩增长的放缓。而我们的判断是只要轮胎行业不出现急剧的下滑，公司凭借超强的切分蛋糕能力，仍然能保持稳定的增长。而我们判断去年下半年轮胎行业出现的急剧收缩在中短期再次出现的可能性并不大，尽管 2 月份以来多数轮胎企业满产状态可能难以持续，但需求正常恢复和天胶价格的回落也会使多数轮胎企业经营业绩大为改善。在新的形势下，轮胎企业的投资并不会消失，只是出现了新的发展特点，由前期的全行业快速扩张转变为理性发展，产业格局逐步向规范化、规模化、品牌化发展，而凭借齐全的产品线、技术水平的领先以及与客户深度关系营销和为客户提供超值服务的理念，更容易获得品牌客户的订单。

3.1. 行业政策对需求面构成利好

从需求面来看，国家出台的扩大内需的刺激政策，以及陆续出台的汽车、装备制造业和电子信息三大产业振兴规划都对汽车及轮胎需求形成支撑，化工和物流产业振兴规划为公司跨行业发展提供了良好的政策环境。德国、日本等发达国家也已经或即将推出相关政策来刺激汽车消费。（例如，德国新近实行的报废奖励政策，消费者只要交出使用年限超过 9 年的汽车，并购买低燃油排放新车型，就可以获得 2500 欧元的政府奖励。受这项政策的拉动，德国 2 月份新车销量近半年以来首次上涨，同比增长 21%。日本政府推出汽车减税的最大特点是推动环保，各种新车在购入时可享受的减税额度主要取决于该车的环保指标。根据环保车性质和指标的不同，购置新车时需缴纳的汽车购置税和汽车重量税可以全免、减免 75%或减免 50%。）

3.2. 在手订单锁定业绩增长

公司 09 年跨期执行的订单 5.64 亿，另外尚有已执行订单未确认收入的在产品和产成品 3.91 亿元，总计达 9.5 亿元，已经可以确保公司 09 年收入增长 5%，公司根据对行业发展趋势判断，确定了 09 年收入和利润增长 30%的经营目标，公司制定计划时已经充分考虑到行业发展可能存在的不确定性，因此目标的制定是比较谨慎的。我们认为公司全年实现上述目标是比较明确的。而春节过后公司新签订单情况也表现不错，成型机、橡胶产品和检测设备订单均呈增长态势，这也使我们对公司 10 年的业绩也抱有信心。

3.3. 新业务推广带来增量

除在手订单明确外，公司 09 年还有很多新的增长点，主要有以下几个看点：

一是公司半钢成型机将面向市场销售，其中以单价较高的一次法成型机为主，目前已经有一些比较明确的意向订单；

二是公司针对轮胎生产过程中能耗大、能源利用效率低等问题开发了轮胎企业节能系统，今年将重点推广，由于公司采取从客户节省的能源开支中分成返还的收费方式，不需要轮胎企业前期投入资金，而该系统节能效率超过 20%，因此轮胎企业非常接受这一产品。公司计划节能系统和信息化软件今年实现 5000 万以上的销售收入，由于主要是纯软件产品，毛利会比较高。

三是公司子公司软控重工 08 年成功开拓了风力发电塔筒、法兰等相关设备市场，拓展了发展空间，09 年预期订单仍有一定持续性，整个压力容器业务受此影响可能会大

幅增长，且毛利水平会有较大提升。

4. 估值与风险

4.1. 盈利预测与估值

我们上调了对 09、10 年的盈利预测，预测公司 09、10EPS 分别为 1.07 和 1.46 元，考虑到公司定向增发因素，按增发 4500 万股计算，摊薄后 EPS 分别为 0.92 和 1.26 元，给予 09 年 25 倍 PE，6 个月目标价格为 23 元，维持买入-A 投资评级。

4.2. 主要风险

公司主要风险在于如果全球经济危机进一步恶化，导致对汽车和轮胎的需求难以恢复，轮胎企业计划的投资可能出现大量停工或延后，将会影响到公司在手订单的执行，从而可能造成公司业绩难以达到预期。

4.3. 股价表现的催化剂

我们认为未来几个月内可能刺激公司股价表现的催化剂有以下几点：

- 一是跨行业突破标志性订单的签订；
- 二是《废旧轮胎回收利用管理条例》的颁布实施；
- 三是汽车和轮胎需求的持续回暖。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-3-27	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	502.5	912.5	1,152.0	1,601.3	2,050.1	成长性					
减: 营业成本	271.5	553.9	691.0	947.7	1,194.0	营业收入增长率	41.3%	81.6%	26.2%	39.0%	28.0%
营业税费	4.7	6.0	8.1	11.2	14.4	营业利润增长率	37.2%	51.1%	57.9%	42.2%	33.3%
销售费用	9.0	14.5	18.4	24.0	30.8	净利润增长率	61.1%	56.3%	35.9%	36.2%	29.8%
管理费用	75.5	113.6	138.2	200.2	256.3	EBITDA 增长率	19.4%	60.0%	53.4%	39.5%	31.3%
财务费用	0.1	7.9	6.0	5.4	4.5	EBIT 增长率	22.8%	57.6%	54.5%	41.2%	32.6%
资产减值损失	20.0	32.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	48.1%	61.4%	33.9%	35.4%	29.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.3%	64.0%	22.9%	30.3%	23.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.6%	21.9%	23.5%	25.9%	26.7%
营业利润	121.7	183.9	290.3	412.8	550.2	利润率					
加: 营业外净收支	31.7	58.0	48.0	48.0	48.0	毛利率	46.0%	39.3%	40.0%	40.8%	41.8%
利润总额	153.4	241.9	338.3	460.8	598.2	营业利润率	24.2%	20.1%	25.2%	25.8%	26.8%
减: 所得税	10.0	17.8	33.8	46.1	59.8	净利润率	28.5%	24.6%	26.4%	25.9%	26.3%
净利润	143.3	224.1	304.5	414.7	538.4	EBITDA/营业收入	26.0%	22.9%	27.8%	27.9%	28.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.2%	21.0%	25.7%	26.1%	27.1%
货币资金	453.8	420.7	479.6	510.7	654.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	81	86	74	64
应收帐款	319.0	557.8	678.5	943.3	1,207.6	流动营业资本周转天数	215	180	208	211	225
应收票据	164.0	39.0	315.6	438.7	561.7	流动资产周转天数	898	595	584	549	549
预付帐款	57.5	109.8	109.8	109.8	109.8	应收帐款周转天数	140	166	184	170	176
存货	413.1	482.7	567.9	778.9	981.4	存货周转天数	206	182	168	151	155
其他流动资产	0.0	0.0	-22.6	-22.6	-22.6	总资产周转天数	1,067	748	739	668	647
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	369	321	352	322	317
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	15.0%	19.2%	21.1%	22.8%	23.4%
投资性房地产	19.6	19.0	20.0	20.0	20.0	ROA	8.4%	10.7%	11.5%	12.6%	13.2%
固定资产	172.0	236.9	310.3	348.5	377.1	ROIC	34.7%	37.5%	30.6%	33.8%	33.5%
在建工程	19.5	57.8	19.6	11.9	10.4	费用率					
无形资产	63.7	135.9	136.0	136.1	136.2	销售费用率	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	16.4	26.1	20.8	20.8	20.8	管理费用率	15.0%	12.5%	12.0%	12.5%	12.5%
资产总额	1,702.7	2,089.7	2,640.6	3,304.2	4,066.8	财务费用率	0.0%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
短期债务	92.0	210.0	208.4	206.8	204.8	三费/营业收入	16.8%	14.9%	14.1%	14.3%	14.2%
应付帐款	214.5	226.1	407.0	558.2	703.3	偿债能力					
应付票据	210.3	281.1	378.6	519.3	654.3	资产负债率	43.7%	44.1%	45.4%	45.0%	43.4%
其他流动负债	221.6	189.8	189.8	189.8	189.8	负债权益比	77.6%	78.8%	83.1%	82.0%	76.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	1.77	1.80	1.87	1.99
其他非流动负债	5.6	14.3	14.3	14.3	14.3	速动比率	1.34	1.22	1.32	1.34	1.43
负债总额	744.1	921.3	1,198.1	1,488.5	1,766.5	利息保障倍数	1,700.44	24.13	49.72	77.04	124.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	142.5	284.9	284.9	284.9	284.9	DPS(元)	0.05	0.05	0.11	0.15	0.19
留存收益	816.1	883.5	1,157.5	1,530.8	2,015.3	分红比率	9.9%	6.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	958.6	1,168.4	1,442.5	1,815.7	2,300.3	股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	133.8	224.1	304.5	414.7	538.4	EPS(元)	0.50	0.79	1.07	1.46	1.89
加: 折旧和摊销	10.7	19.1	23.9	28.5	32.0	BVPS(元)	3.36	4.10	5.06	6.37	8.07
资产减值准备	20.0	32.8	-	-	-	PE(X)	33.9	21.7	16.0	11.7	9.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.2	3.4	2.7	2.1
财务费用	10.3	4.8	7.6	6.0	5.4	P/FCF	-	-92.3	67.9	132.7	30.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.7	5.3	4.2	3.0	2.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	16.0	22.5	14.6	10.4	7.8
营运资金的变动	-157.1	-223.6	-185.8	-306.9	-309.6	CAGR(%)	42.5%	33.9%	29.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	48.3	46.5	148.5	141.7	265.2	PEG	0.8	0.6	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-18.7	-174.7	-51.0	-53.1	-52.1	ROIC/WACC	4.0	4.4	3.6	3.9	3.9
融资活动产生现金流量	-175.3	97.0	-38.0	-48.5	-60.3	REP	0.8	1.1	1.0	0.7	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@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: 200122

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