

IT-软件与服务
2009 年 6 月 22 日



公司研究

公司投资价值分析

投资评级：短期-强烈推荐、长期-A

轮胎设备行业信息化龙头 ——青岛软控（002073）投资价值分析

核心观点

1、公司是国内生产轮胎信息化设备的龙头企业。公司主要生产信息化的子午胎生产设备。公司产品以配料系统和成型机为主，公司配料系统市场占有率在 85%以上，并在逐渐向其他行业拓展。公司的全钢成型机增长快速，目前的市场占有率在 30%以上。公司的研发能力较强，目前产品线涵盖橡胶轮胎生产的各个环节，密炼、压延、裁断、检测等产品处在市场推广阶段，并保持了较快的增长速度。

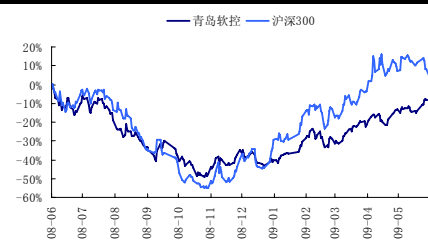
2、轮胎行业周期性弱于汽车行业。宏观经济衰退的背景下，汽车作为耐用消费品受到了较大的冲击，但轮胎的市场需求来自配套胎和替换胎两个方面，且替换胎在轮胎需求中占比在 70%左右，由于替换胎是刚性需求，因此轮胎行业的波动要弱于汽车行业。从我国的数据可以看出，轮胎设备投资同汽车消费和轮胎产量增速并不完全相关，而是体现出一定的反周期投资特征，因此在 09 年汽车行业已经明显出现复苏迹象的背景下，轮胎设备投资仍然会维持较快的增速。

3、汽车行业增长空间巨大，轮胎产业及橡胶机械产业均在向国内转移。虽然近年来汽车消费保持了较快的增速，但我国目前的汽车千人保有量仍然很低，而我国的经济增速和居民收入增速仍然较快，未来汽车消费空间仍然很大。一方面汽车销量的高增长带来了相应的轮胎需求，另一方面轮胎产业也在向劳动力成本较低的我国转移，轮胎产量的增加相应地带动设备的需求，而橡胶机械产业本身也在不断向我国转移，为我国设备生产商实现进口替代和随后的出口提供了较大的市场空间。

4、公司产品的竞争优势明显。由于我国特有的劳动力优势，公司的产品价格仅为外资设备的 1/2-2/3，具有明显的价格优势。公司地处我国的轮胎生产大省山东省，地缘优势使得公司的市场开拓能力要显著强于其他竞争对手。此外公司作为一家软件企业，研发能力突出，目前公司仍有轮胎检测设备、翻新设备和半钢成型机等新产品处于市场开拓初期，未来增长空间仍然很大。

5、维持公司短期强烈推荐-长期 A 的投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.87、1.05 和 1.3 元，对应 09-11 年的动态市盈率为 22、19、15 倍，同软件企业 09 年平均 32 倍的动态市盈率水平相比，公司具有明显的估值优势。从公司自身的历史估值水平来看，公司的 PE 和 PB 也处在较低水平，我们维持公司短期强烈推荐-长期 A 的投资评级。

最近 12 个月市场走势



数据来源：Wind，国都证券研究所

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	32994 万股
实际流通股本	18764 万股
每股收益	0.79 元
每股净资产	4.24 元
ROE	19.18%

数据来源：Wind，国都证券研究所

相关报告：

2008.5.12:

《公司获得 2.6 亿元重大合同点评》

2008.3.7:

《青岛软控年报点评》

研究员：姜瑛

电话：010-84183295

E-mail: jiangying@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、公司概况	5
2、行业概况	5
2.1 轮胎行业概况	5
2.2 相对较弱的周期性	6
2.3 经济复苏时期，设备投资先行	7
2.4 我国汽车销售已经出现复苏的迹象	8
3、我国轮胎设备行业依然前景广阔	9
3.1 受益于产能转移和汽车消费，我国轮胎产量快速增长	9
3.2 汽车消费空间仍然很大，轮胎子午化率逐年提高	10
3.3 橡胶机械产业也在不断东移	11
4、公司主营业务分析	12
4.1 公司主营产品结构	12
4.2 公司的竞争优势	13
4.3 未来的股价催化剂	15
5、公司投资价值分析	17
5.1 轮胎需求的测算	17
5.2 设备投资的测算	19
5.3 公司收入的测算	20
6、盈利预测与估值	21
7、风险提示	23

图表目录

图 1	全球轮胎产业结构	6
图 2	07 年世界轮胎销量结构	7
图 3	07 年不同国家和地区轮胎销量结构	7
图 4	乘用车产量及轮胎销售结构变化	7
图 5	商用车产量及轮胎销售结构变化	7
图 6	汽车消费受经济周期影响明显	8
图 7	橡胶机械销售在需求反弹时反弹更快	8
图 8	轮胎产能扩张体现出一定的反周期性，即投资具有一定预见性	8
图 9	我国汽车产量及增速变化	9
图 10	我国轮胎产量及增速变化	9
图 11	我国汽车产量及增速变化	9
图 12	我国汽车保有量及增速变化	9
图 13	我国轮胎全球市场份额不断上升	10
图 14	我国轮胎产量及增速变化	10
图 15	我国汽车千人保有量仍不高	10
图 16	我国轮胎子午化率不断上升	11
图 17	我国橡胶机械市场份额不断提高	12
图 18	07 年全球橡胶机械市场份额对比	12
图 19	轮胎生产简化流程图及公司主要产品	12
图 20	全钢子午胎生产设备国内外价格	13
图 21	半钢子午胎生产设备国内外价格	13
图 22	山东省轮胎产量居全国第一	14
图 23	山东省子午胎产量变化	14
图 24	公司收入和净利润保持高速增长	14
图 25	公司产品结构不断丰富	14
图 26	我国橡胶机械出口占比仍较小	16
图 27	公司产品需求的量化分析思路	17
图 28	2007 年世界其他地区的汽车保有量轮胎替换比率	18
图 29	我国轮胎出口数量及增速	19
图 30	30 万套全钢子午胎设备投资比例	20
图 31	100 万套半钢子午胎设备投资比例	20
图 32	青岛软控历史 PE	22
图 33	青岛软控历史 PB	22
表 1	轮胎产品分类	5
表 2	不同轮胎子午化率比较	6
表 3	公司 08 年收入和利润结构	13
表 4	轮胎配套需求测算参数	17

表 5	轮胎替换需求测算参数	18
表 6	子午胎需求测算参数	19
表 7	设备投资的测算	20
表 8	公司各项产品收入预测	20
表 9	信息设备和计算机应用重点上市公司估值	21
表 10	盈利预测表	22

1、公司概况

青岛软控主要生产信息化的轮胎生产设备，主要用于生产汽车子午胎。公司的产品以配料系统（密炼机上辅机和小料称量系统）和成型机为主，公司的配料系统市场占有率在 85%以上，并在逐渐向其他行业拓展，09 年也已经实现了在化工行业的重大突破。公司的全钢成型机增长快速，目前的市场占有率在 30%以上。公司的研发能力较强，目前产品线涵盖橡胶轮胎生产的各个环节，密炼、压延、裁断、检测等产品处在市场推广阶段，并保持了较快的增长速度。

公司是国内轮胎设备生产企业中涵盖产业链最全的信息化龙头，公司在欧洲橡胶杂志 08 年的橡胶机械厂商排名中名列国内第 6 位，世界第 16 位。受益于我国汽车消费旺盛、汽车保有量不断增加以及世界轮胎产业和橡胶机械产业产能不断向国内转移，公司近 5 年的收入和净利润复合增长率分别达到 45%和 33%，公司仍处于快速成长期。公司的盈利能力较强，综合毛利率保持在 40%以上，净利润率在 25%左右。

2、行业概况

2.1 轮胎行业概况

青岛软控的产品主要用于生产汽车子午胎，因此我们先对轮胎行业做一个大概的介绍。按照不同的分类方法，轮胎可以大致按结构和技术分为斜交胎、子午胎，按照使用范围可以分为乘用车胎、载重胎、工程胎和农业胎等。

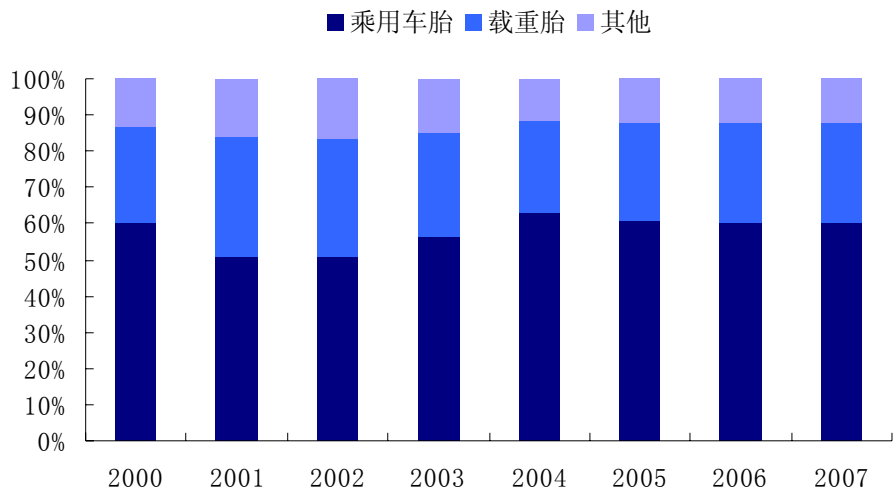
表 1 轮胎产品分类

分类方式	分类	分类方式	使用范围	分类
按结构和技术	斜交胎	按使用范围	乘用车、轻卡	乘用车胎
	子午胎		中、重卡、客车	载重胎
	其他轮胎		工程机械	工程胎、农业胎等

数据来源：国都证券研究所

目前，从轮胎的使用范围来看，全球范围内轮胎市场仍是以汽车轮胎为主，即乘用车胎和载重胎，二者 07 年产量占整个市场产量接近 90%，且近年来产量比例相对较为稳定，基本维持在 80%以上。

图 1 全球轮胎产业结构



数据来源: Michelin, 国都证券研究所

此外,从轮胎的技术分类来看的话,子午胎由于其使用寿命长、节能、高速行驶时安全性和舒适性好的特性,逐渐替代了原有的斜交胎,即轮胎的子午化。目前,发达国家乘用车胎子午化率已经达到 100%,载重胎子午化率也达到 90% 左右,工程胎等轮胎子午化率也在不断提升。我国目前的轮胎子午化率相对较低,按照轮胎协会的数据,我国 08 年的轮胎子午化率为 75%。

表 2 不同轮胎子午化率比较

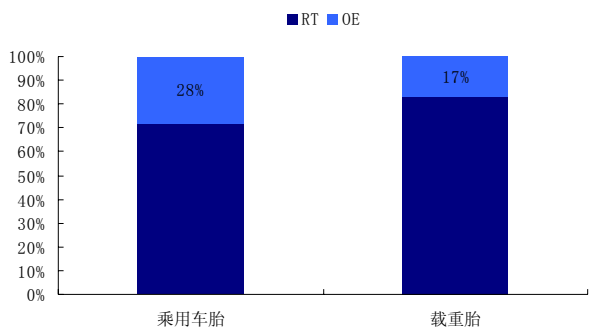
分类方式	使用范围	分类	全球子午化率	我国子午化率
按使用范围	乘用车、轻卡	乘用车胎	100%	99%
	中、重卡,大客	载重胎	90%	75%
	工程机械	工程胎	70%	16%

数据来源: 国都证券研究所

2.2 相对较弱的周期性

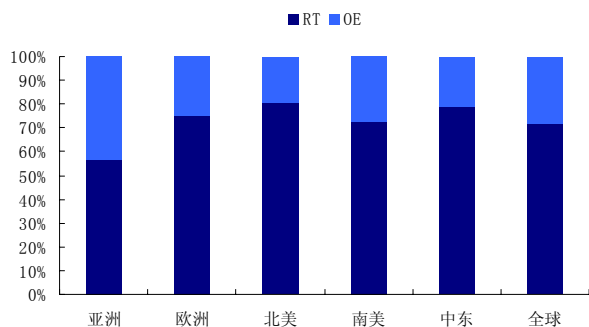
轮胎作为车辆配件,表面上看其周期性似乎同汽车行业密切相关,但实际上深层次来看,其周期性独立于整个汽车行业。按照轮胎行业的下游需求分布,其需求可以大致分为两个层次,即原配胎 (Original Equipment, 简称 OE) 需求和替换胎 (Replacement, 简称 RT) 需求。由于汽车消费由来已久,各国的汽车保有量巨大,由此带来的旧车替换胎需求要远高于新车配套胎的需求。数据显示 2007 年世界乘用车胎销量中 72% 来自于替换胎市场,而载重胎中 83% 来自于替换胎市场。我国轮胎销售中,替换胎占比约为 68%,同世界水平相近。

图 2 07 年世界轮胎销量结构



数据来源：Michelin，国都证券研究所

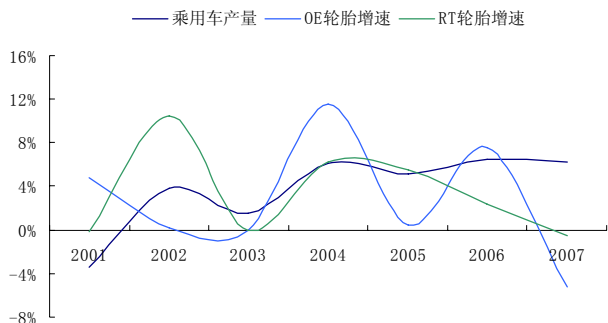
图 3 07 年不同国家和地区轮胎销量结构



数据来源：Michelin，国都证券研究所

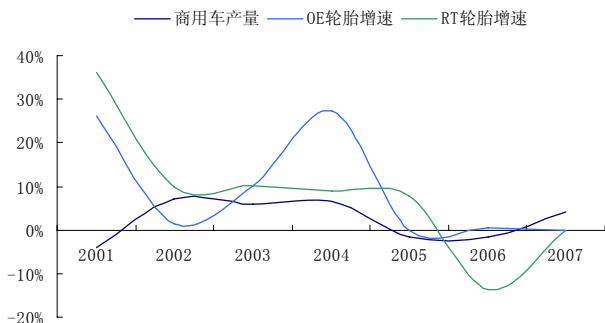
由于原配胎主要用于新车配套，其需求同汽车销量密切相关，而汽车作为可选消费品，经济周期的波动会给汽车行业带来较大的周期性波动，因此新车配套胎的需求波动也相应较大；而替换胎主要用于现有汽车保有量的轮胎替换，属于刚性需求，因此其需求波动同经济周期并不密切，在经济下行周期中可以充当轮胎产业的缓冲垫。从 2001-2007 年乘用车和商用车的产量增速及 OE 市场和 RT 市场的增速对比可以看出，虽然轮胎市场受汽车产业周期影响，但替换轮胎市场波动性要小于原配胎市场的波动性。

图 4 乘用车产量及轮胎销售结构变化



数据来源：OICA、Michelin，国都证券研究所

图 5 商用车产量及轮胎销售结构变化

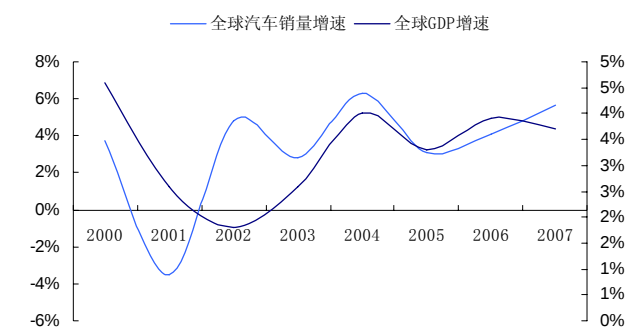


数据来源：OICA、Michelin，国都证券研究所

2.3 经济复苏时期，设备投资先行

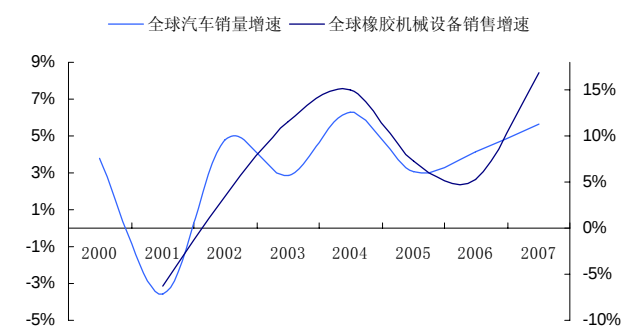
上面提到，汽车是可选消费品，经济周期的波动会给汽车行业带来较大的周期性波动，在经济周期波动中，耐用消费品在经济周期下行期往往最先反应，进而通过产业链向上游传递，导致轮胎企业生产设备投资增速下滑；而在经济见底并逐渐复苏时，生产者对未来预期产量增加而进行的提前投资会先于耐用消费品的复苏，因此上游设备的投资需求也先于汽车行业的复苏，且增速持续高于汽车销量增速。

图 6 汽车消费受经济周期影响明显



数据来源：国都证券研究所

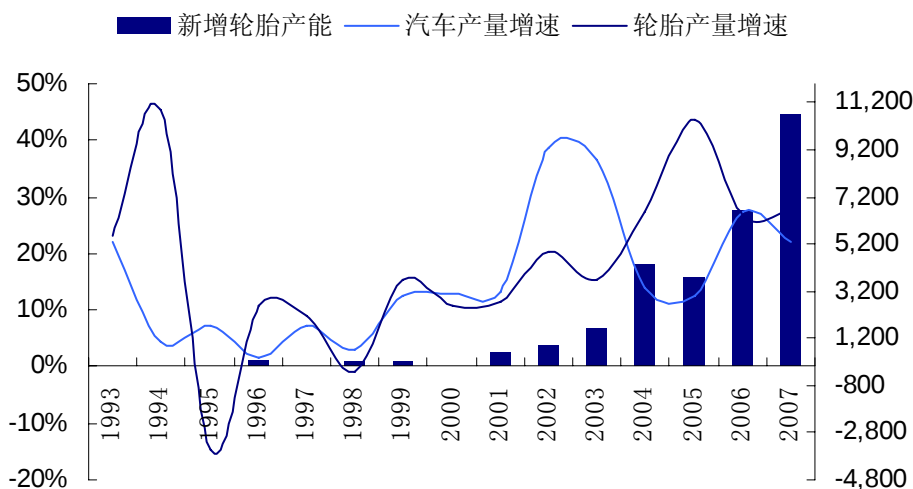
图 7 橡胶机械销售在需求反弹时反弹更快



数据来源：轮胎协会，国都证券研究所

从我国的情况来看，首先，轮胎产量和汽车产量的增速并不完全相关，且从04年开始轮胎产量增速显著高于汽车产量增速，这一方面是由于汽车保有量增加带来的替换轮胎需求增加，另一方面是轮胎产能的转移；其次，从轮胎投资来看，在汽车产量和轮胎产量增速下滑的背景下，设备投资和产能扩张仍维持了较快的增速，体现出一定的反周期投资特征。

图 8 轮胎产能扩张体现出一定的反周期性，即投资具有一定预见性 单位：万条



数据来源：国家统计局、轮胎协会，国都证券研究所

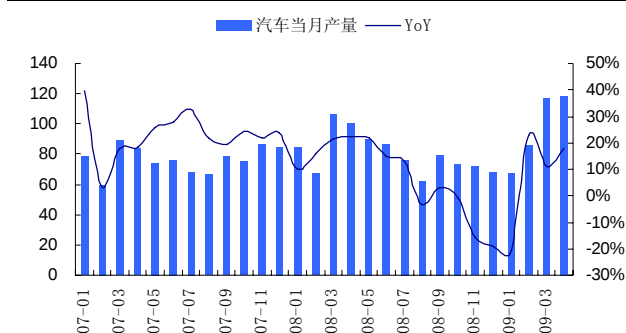
2.4 我国汽车销售已经出现复苏的迹象

08年由于受经济危机的影响，我国汽车销量出现了明显的下滑。但09年以来行业已经出现了明显复苏的迹象，国家统计局的数据显示4月我国汽车产量为118万辆，同比增长17.92%，已经接近08年同期的水平；相应地轮胎产量也有

明显的恢复，4 月全国轮胎产量 5815 万条，同比 08 年增长 13.7%，汽车产量和轮胎产量的恢复将带动轮胎设备投资的增加。

图 9 我国汽车产量及增速变化

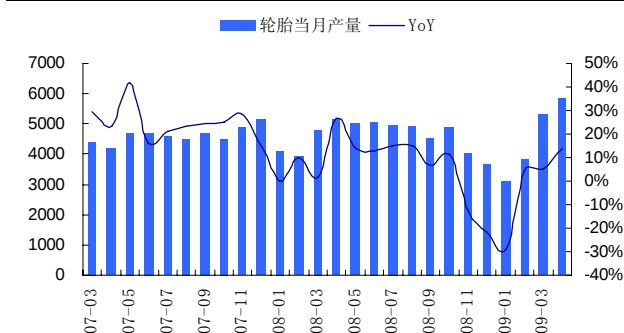
单位: 万辆



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图 10 我国轮胎产量及增速变化

单位: 万条



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

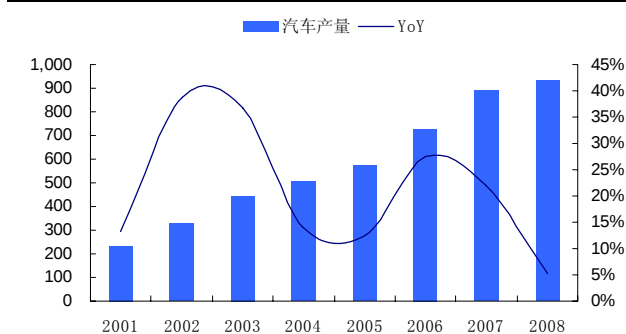
3、我国轮胎设备行业依然前景广阔

3.1 受益于产能转移和汽车消费，我国轮胎产量快速增长

我国近年的汽车销量增速基本上保持在 10% 以上，保持了旺盛的消费势头，汽车保有量则保持稳定增长，08 年在经济危机的影响下我国的汽车产量仍达到 934 万辆，民间汽车保有量达到 4975 万辆，仍然保持了较快的增长速度，这也相应地拉动了我国轮胎市场近年来的高速增长。

图 11 我国汽车产量及增速变化

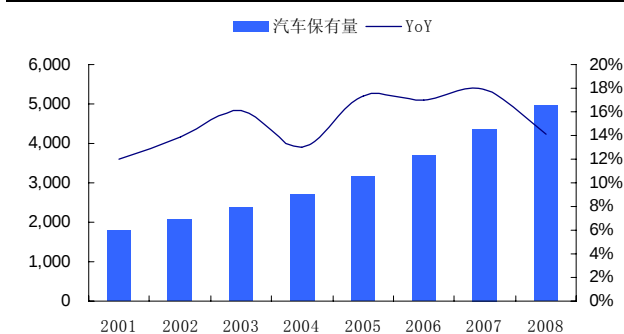
单位: 万辆



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图 12 我国汽车保有量及增速变化

单位: 万辆

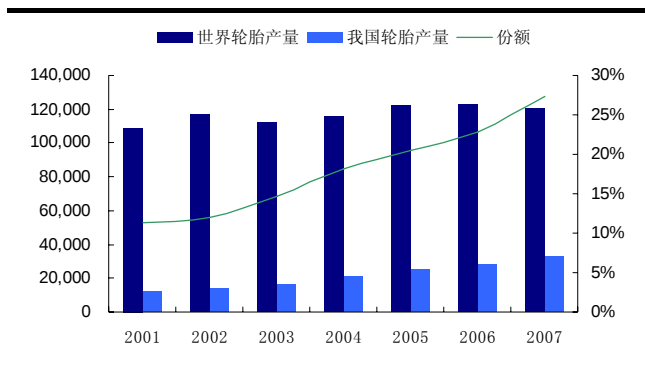


数据来源：轮胎协会，国都证券研究所

一方面，我国的汽车销售近年来保持快速增长，汽车消费的增加使得我国轮胎产能不断扩张；另一方面，由于轮胎产业兼具技术密集型和劳动密集型的特点，而我国又具备特有的劳动力优势，世界轮胎产能也在不断向我国转移，目前我国轮胎产量占世界产量超过 20%，且市场份额仍在不断提升；轮胎产能的增加则

相应地拉动了上游生产设备的需求。

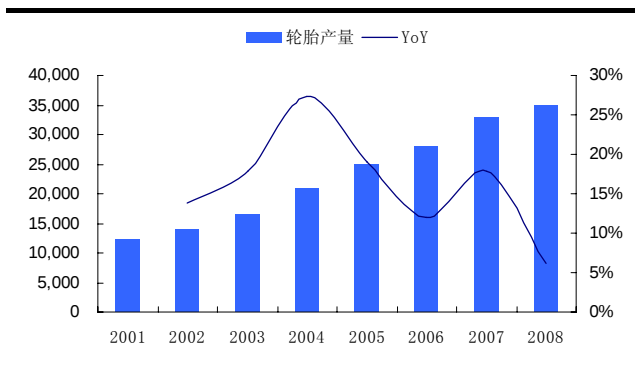
图 13 我国轮胎全球市场份额不断上升 单位: 万条



数据来源：轮胎协会，国都证券研究所

注：某些数据为倒推测算，但可反映趋势

图 14 我国轮胎产量及增速变化 单位: 万条



数据来源：轮胎协会，国都证券研究所

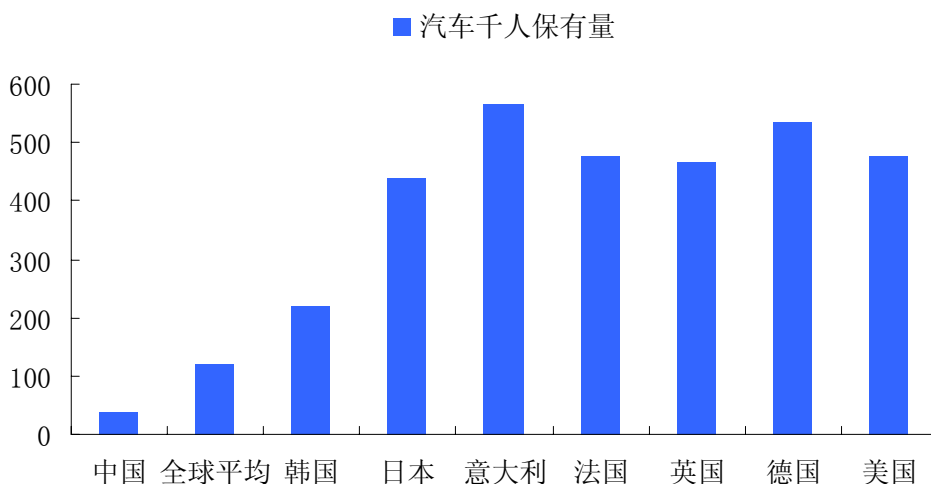
注：轮胎产量统计口径同国家统计局不同，不含摩托车胎

3.2 汽车消费空间仍然很大，轮胎子午化率逐年提高

由于我国的人口众多，因此虽然汽车消费量很大，但千人保有量只有约 40 辆，远低于发达国家千人保有量 500 辆的水平，同时也低于世界千人汽车保有量 140 辆的平均水平，而我国的经济增长速度又显著高于其他国家，居民收入水平逐年提高，因此未来的汽车消费空间仍然很大。

图 15 我国汽车千人保有量仍不高

单位: 辆



数据来源：国都证券研究所

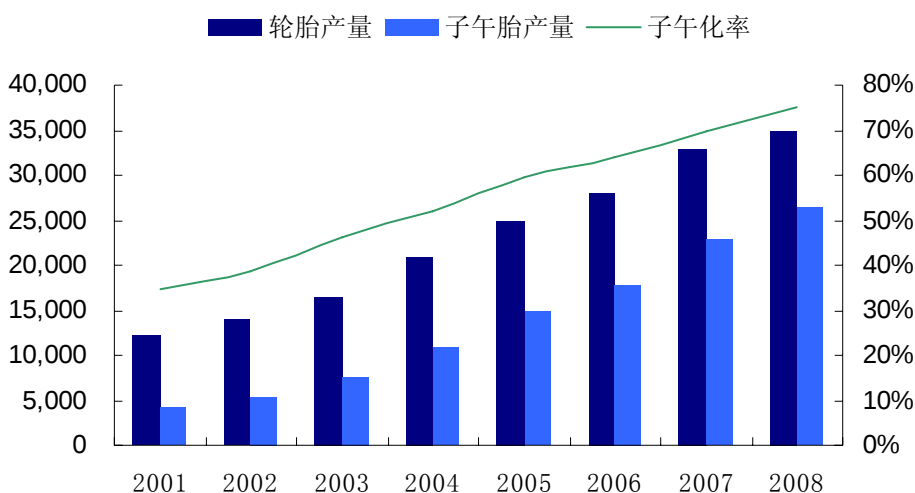
我国的轮胎子午化率同国外相比，乘用车轮胎子午化率已经接近 100%，但载重胎和工程胎等轮胎的子午化率还比较低，目前发达国家的轮胎子午化率一般在 90% 以上，我国 08 年的轮胎子午化率为 75%，保持逐年上升的趋势，但由于

车辆消费仍以乘用车为主，而乘用车胎的子午化已经完成，因此未来子午化率提升的速度可能会逐渐放缓。

轮胎子午化率的提高意味着子午胎的需求增加要快于整个轮胎需求的增加，进而拉动子午胎生产设备的需求增加。青岛软控主要生产子午胎生产设备及其配套软件，因此轮胎子午化率的不断提高对公司而言构成长期利好。

图 16 我国轮胎子午化率不断上升

单位: 万条



数据来源：轮胎协会，国都证券研究所

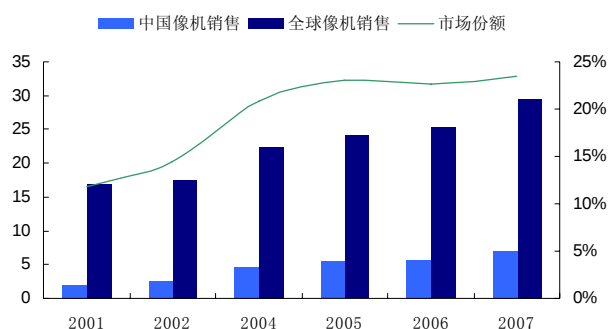
注：轮胎协会轮胎统计口径不含摩托车胎，因而与统计局计算的子午化率不同

3.3 橡胶机械产业也在不断东移

同样由于成本的差异，在轮胎产业不断地向发展中国家转移的同时，为轮胎产业配套的橡胶机械产业也在不断东移，即由传统的欧美市场向亚洲、中欧和中东地区转移，07 年欧美市场的橡胶机械的市场占有率已经由 01 年的 50% 逐渐下降至不足 30%。

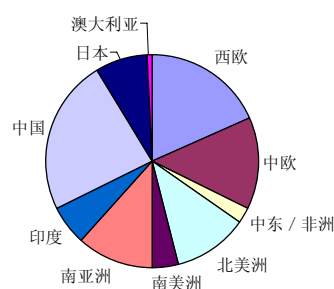
随着我国轮胎产量的快速增长、轮胎产量的市场份额不断提高以及技术进步，我国的橡胶机械产业近年来也保持了较快的增长速度，2007 年我国橡胶机械销售收入约 7 亿美元，占全球橡胶机械销售收入的 22%，市场份额较 2001 年的 12% 有大幅的提升。橡胶机械的产能转移，一方面显示出我国橡胶机械设备的技术、工艺在不断提高，产品竞争力在不断增强，另一方面也给我国的橡胶机械厂商产品由进口替代逐渐转向出口提供了更大的市场空间。

图 17 我国橡胶机械市场份额不断提高 单位: 亿美元



数据来源: ERJ, 国都证券研究所

图 18 07 年全球橡胶机械市场份额对比



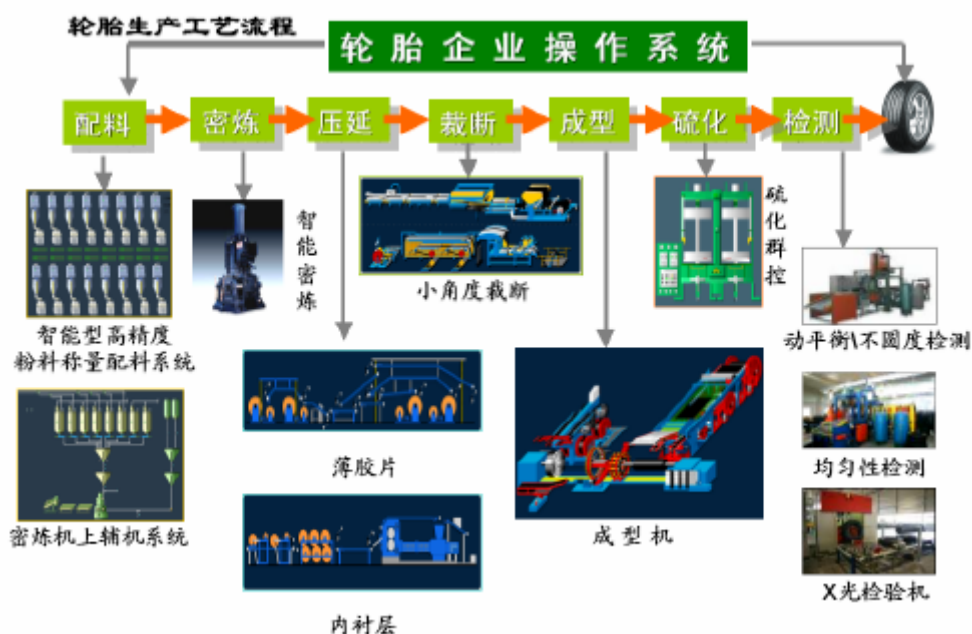
数据来源: ERJ, 国都证券研究所

4、公司主营业务分析

4.1 公司主营产品结构

青岛软控主要生产橡胶轮胎生产过程中的信息化设备, 包括嵌入式软件和机械设备。公司拥有配料系统、成型机等主打产品, 以及密炼机、压延、裁断、热水除氧、轮胎检测等产品, 涵盖了轮胎生产过程中的绝大部分工序, 并能够提供交钥匙式的轮胎项目建设。公司在欧洲橡胶杂志 08 年的橡胶机械厂商排名中名列国内第 6 位, 世界第 16 位, 是国内唯一的涵盖整个产业链的轮胎信息设备生产龙头企业。

图 19 轮胎生产简化流程图及公司主要产品



数据来源: 国都证券研究所

公司的主打产品为配料系统和成型机，两类产品 2008 年在公司收入结构中占比 63%，毛利润占比 70%。其中，配料系统毛利率为 41%，市场占有率在 85%左右；而全钢三鼓成型机系统毛利率为 47%，市场占有率在 30%左右；都具有很强的盈利能力。公司的部分产品已经进入米其林、普利司通等国际轮胎大厂的部分工厂，国内的大型轮胎生产厂商也基本都是公司的客户。

表 3 公司 08 年收入和利润结构

产品类别	收入占比	利润占比
成型机系统	45.60%	48.07%
密炼机上辅机系统和小料配料称量系统	21.22%	25.94%
压力容器	12.01%	6.18%
小角度裁断机\内衬层生产线	12.76%	12.97%
检测系统产品	0.06%	0.08%
热水除氧系统	1.15%	0.72%
密炼机系统	1.88%	1.22%
动平衡试验机	4.91%	4.34%
其他	0.41%	0.48%

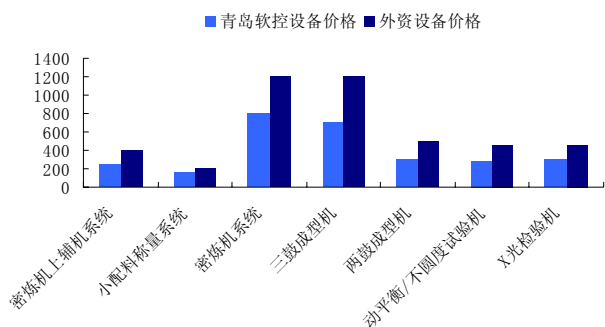
数据来源：Wind，国都证券研究所

4.2 公司的竞争优势

价格优势

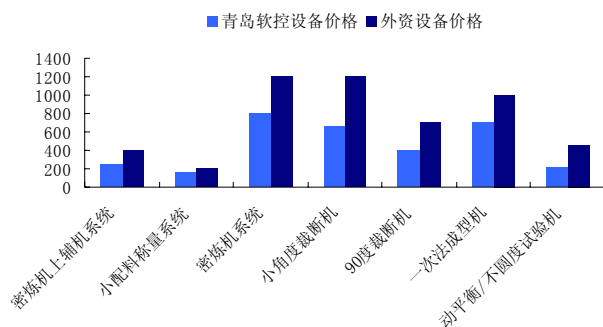
由于国内的生产成本较低，公司的产品售价仅为同类型外资设备的 1/2-2/3，具有明显的价格优势，但在技术上同外资设备区别并不大，同时公司产品在个性化设计和售后服务上优于外资企业，因此公司产品的进口替代优势较为明显。公司最早的产品密炼机上辅机及小料称量系统就基本实现了进口替代，市场占有率在 85%左右，而其他产品的价格和技术优势同样存在。

图 20 全钢子午胎生产设备国内外价格 单位：万元



数据来源：公司资料，国都证券研究所

图 21 半钢子午胎生产设备国内外价格 单位：万元



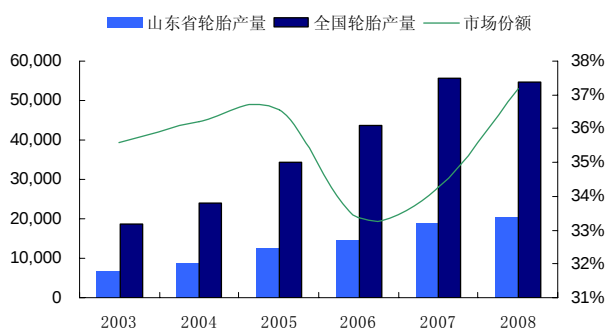
数据来源：公司资料，国都证券研究所

地缘优势

公司地处山东省青岛市，山东省是全国轮胎生产大省，轮胎产量和子午胎产量都居全国第一，产量占全国产量 30%以上。地理位置的优势使得公司作为配套设备生产企业的市场拓展上占有较明显的优势。

图 22 山东省轮胎产量居全国第一

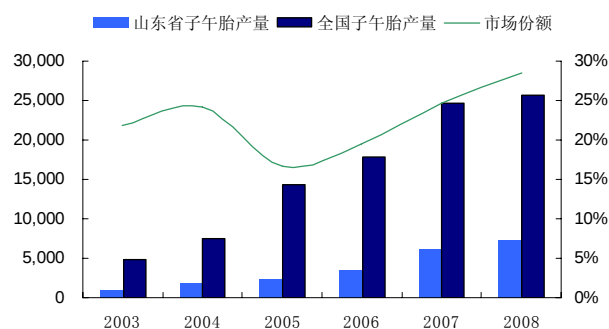
单位：万条



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图 23 山东省子午胎产量变化

单位：万条



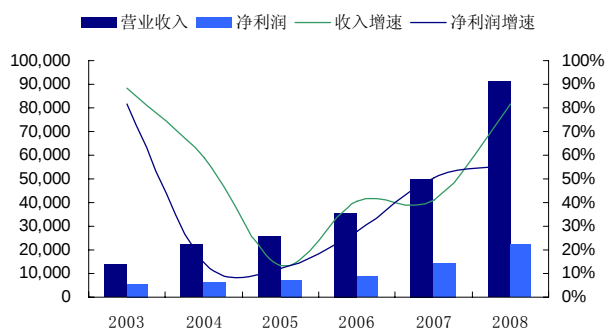
数据来源：国家统计局，国都证券研究所

公司的研发实力、市场开拓能力较强

公司最早以生产配料系统为主，但公司凭借行业内领先的技术研发优势，通过自主创新和对外合作不断推出新产品，不断地拓展产品线，目前公司的产品已经涵盖了轮胎生产的各个环节。公司的配料系统目前市场占有率稳定，收入随着市场容量不断扩大稳定增长；成型机系统目前的市场占有率还不高，但公司产品优势明显，且市场容量较大，销售收入呈现快速增长的态势，对公司主营业务的发展将起到持续推动作用；另外，智能密炼控制系统、小角度裁断机、内衬层生产线、动平衡试验机等多种新产品将对公司发展形成良好的梯队推动效应。

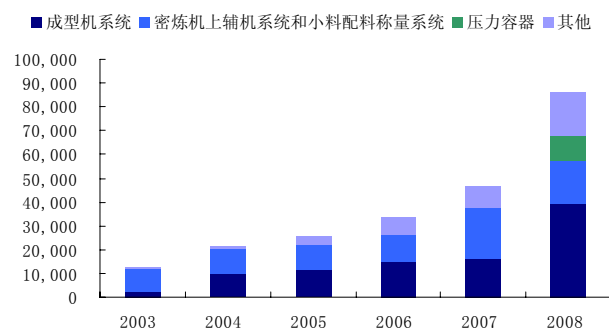
图 24 公司收入和净利润保持高速增长

单位：万元



数据来源：公司公告，国都证券研究所

图 25 公司产品结构不断丰富



数据来源：公司公告，国都证券研究所

4.3 未来的股价催化剂

跨行业应用的市场拓展

公司的配料系统主要用于橡胶产品的生产，但公司积极拓展产品在其他领域的应用，并在今年取得了较大的突破。5月公司公告获得了青岛伊科思新材料股份有限公司 10 万吨/年异戊橡胶联合装置一期 3 万吨/年项目的设计、设备制造、设备材料采购、安装及服务合同，合同金额为 26,110 万元，合同执行期限从 09 年 5 月 11 日至 10 年 4 月 30 日。

由于公司没有在化工领域的项目经验，而化工厂对设备安全的极为重视，因此之前公司在化工领域的市场拓展较为缓慢，而此次合同充分显示出公司产品在其他领域的竞争力，在化工领域的拓展拉开了公司跨行业发展的序幕，若此次工程完成较好，将显著提高公司在化工领域的品牌影响力和竞争力。同时伊科思的项目如果做的成功，一是伊科思后面还有 2 期 7 万吨的投资项目，二是对公司在化工领域的拓展也有项目经验保证，市场拓展速度将加快。

公司在化工、食品等其他领域酝酿时间较长，且公司目前在食品等其他领域的项目都在进行中，在这些领域预计也能取得突破，公司仍有再次获得其他领域大合同的可能。按照公司目前的收入规模，若再次获得合同，仍能对大幅提高公司的业绩。

新产品的市场开拓

由于公司是一家注重研发的软件企业，因此公司能够不断推出符合市场需求的新产品，目前，公司的配料系统市场占有率已经趋于稳定，全钢三鼓成型机市场占有率较高且增长较快。而目前公司的半钢成型机、轮胎检测设备等新产品仍在小规模生产阶段，且半钢成型机销售状况也较好，随着未来半钢设备的投资增加，公司的半钢成型机有望快速增长；轮胎检测设备生产目前以外资为主，公司的产品实现进口替代的可能性较大，未来的市场占有率有望继续提高。

公司还在积极研发轮胎翻新设备，目前公司轮胎翻新及循环利用项目进展顺利，已研发成功了可实现连续生产的生产线，具备了实施载重及工程轮胎翻修生产产业化的条件。目前我国每年产生废旧轮胎在 1 亿条以上，但翻新轮胎仅在 1000 万条左右，轮胎翻新率远低于其他国家。由于我国目前的轮胎翻新率不高，未来随着轮胎消费、安全使用理念的成熟以及国家环保、禁超载等政策制度的逐步完善，轮胎翻新将会成为一种趋势。因此市场空间一旦打开，公司能够迅速抢占市场先机，获得更大的发展空间。

公司目前还有轮胎厂节能系统等产品，由于轮胎生产过程中主要消耗电力，而传统工艺主要凭经验来对硫化等部分生产过程进行控制，公司的软件系统利用信息化的手段对生产流程进行自动监控，能够减少经验及外界因素对生产过程的干扰，实现有效利用能源的目的。目前节能系统产品仍处于推广期，但下游轮胎厂的反应较好，节能效果也较为明显，在能源价格的上涨背景下，未来具备大规模推广的基础。

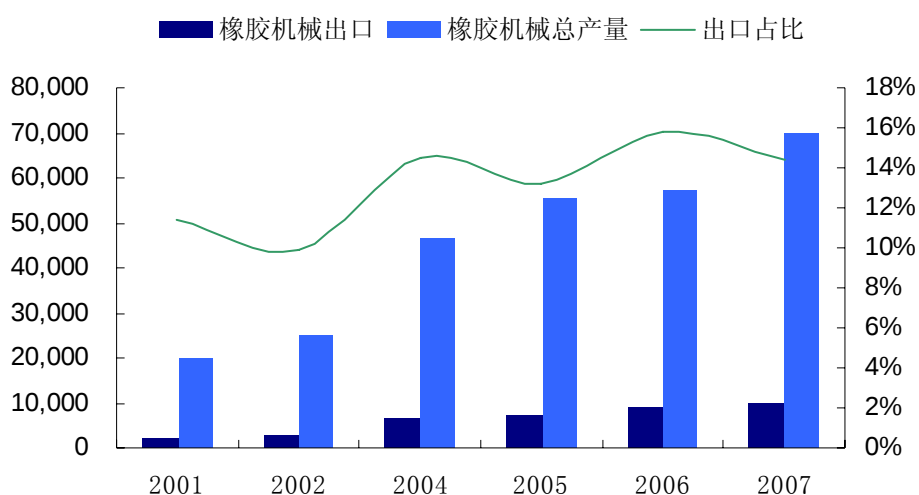
产品出口增长

上面我们提到由于我国的成本优势，无论是轮胎产能或橡胶机械产能都在不断向亚洲转移，这也是我国橡胶机械和轮胎出口不断增长的重要原因，我国2001-2007年橡胶机械出口复合增长率达到28%。但同我国的橡胶机械市场份额第一的地位相比，出口仅占14%，未来出口的空间仍然很大。

由于我国生产的橡胶机械价格较外资设备具有明显的优势，因此产品在逐渐加大国内进口替代力度的同时也在不断加快对外出口。公司的传统优势产品配料系统也已经加快了出口的步伐，目前公司在印度、泰国和越南等东南亚国家设立了销售点，由于印度目前公路建设加快，而印度的子午化率还不到10%，因此子午胎需求增速较快，公司将以印度为主要的市场拓展目标。未来随着全球经济的逐渐好转，公司的出口有望加速。

图 26 我国橡胶机械出口占比仍较小

单位：万美元

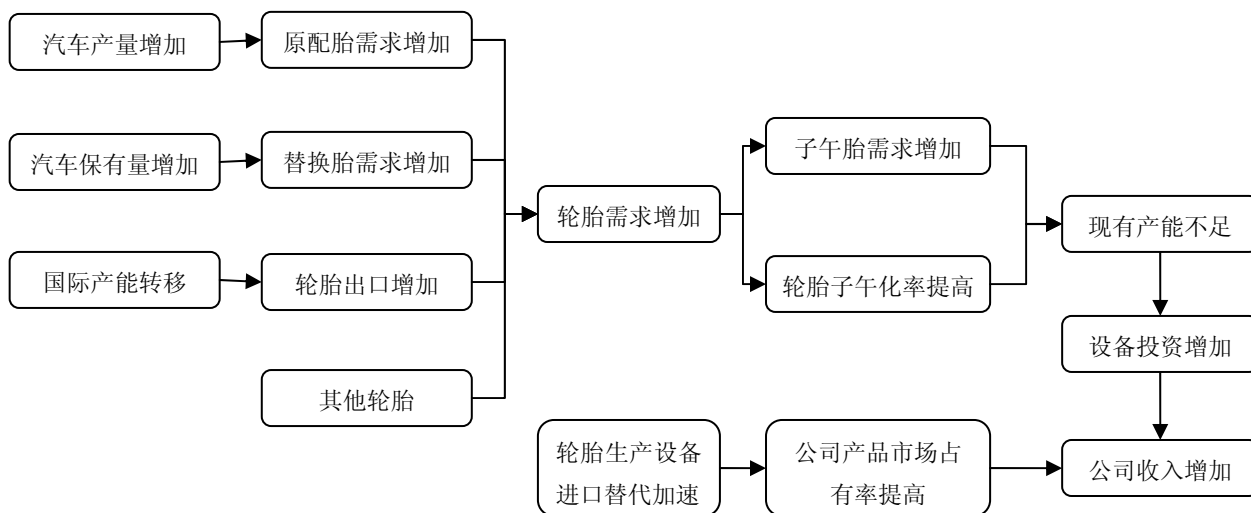


数据来源：国都证券研究所

5、公司投资价值分析

公司主要为轮胎生产企业提供信息化的子午胎生产设备，因此公司产品收入同轮胎行业息息相关，我们主要基于国内子午胎的产需缺口来对公司的收入规模进行预测，主要的预测思路如下。

图 27 公司产品需求的量化分析思路



数据来源：国都证券研究所

5.1 轮胎需求的测算

按照我们的分析思路，我们首先对我国的轮胎需求进行测算，测算主要基于汽车产量增加带来的原配胎需求增加和汽车保有量增加带来的替换胎需求增加，其中涉及到两个参数，即原配胎的配套比率和替换比率。

配套比率即新车出厂时配备的轮胎数，由于轮胎分为乘用车胎和载重胎，对应的车辆包括乘用车和卡车、客车等，除轿车配套胎数量为 5 个外，卡车、客车等车辆配套系数均在 7 个左右，计算中我们按这个比例来计算对应的新增车辆配套轮胎需求。

表 4 轮胎配套需求测算参数

单位：万条

预测项目	2008	2009E	2010E	2011E
汽车销量增速	5.21%	15%	15%	20%
乘用车配套比率	5			
其他车辆配套比率	7			
配套轮胎需求	5,194	5,970	6,886	8,288

数据来源：国都证券研究所

注：汽车销量增速为国都证券研究所汽车行业研究员预测数

替换比率是指现有的汽车每年更换的新轮胎数，同样乘用车胎和载重胎由于使用主体的不同，其替换比率也不同。按照轮胎协会的数据，轿车的轮胎替换系数为 1.5，载重车的轮胎替换系数为 2-6；由于替换比率的变动性较大，同时缺乏充足的数据，我们用历年的轮胎产量对不同轮胎的替换比率做了倒推，并按照其趋势对未来的替换轮胎需求进行预测，我们测算的替换比率在 2 左右。

表 5 轮胎替换需求测算参数

单位：万条

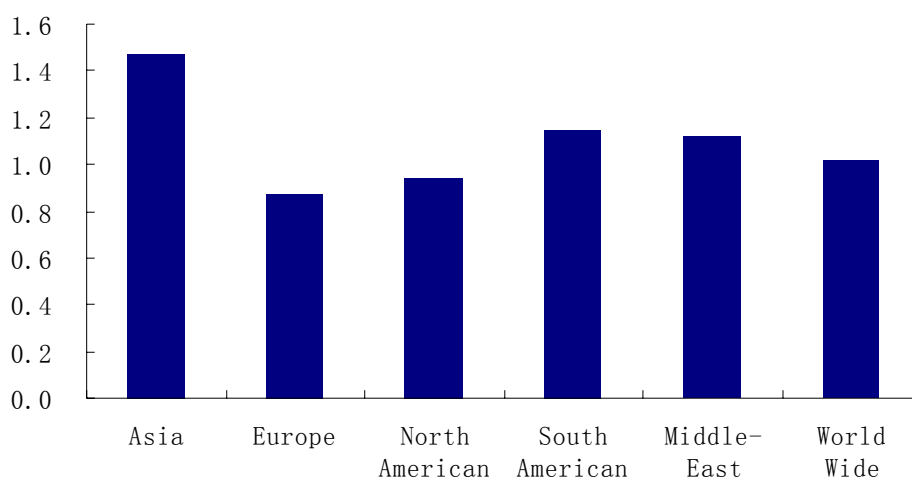
预测项目	2008	2009E	2010E	2011E
汽车保有量	4,975	5,910	6,984	8,220
汽车保有量增速	14%	19%	18%	18%
替换轮胎需求	9,022	10,663	12,646	14,946

数据来源：国都证券研究所

注：预测数据为按照预测思路和历史产量数据均衡后所取

同国际上的轮胎替换比率相比，我国的替换系数明显偏高，但我们计算乘用车替换系数相近，载重车替换系数较高，其原因应该是我国载重车销量及保有量都较大所致，此外我国的路况较差和超载情况较为普遍也加速了轮胎的替换，但近年来轿车保有量的高速增长显著超越载重车辆，这样将会使配套系数进一步降低，由于数据的缺乏，我们在预测中暂时未予考虑。

图 28 2007 年世界其他地区的汽车保有量轮胎替换比率

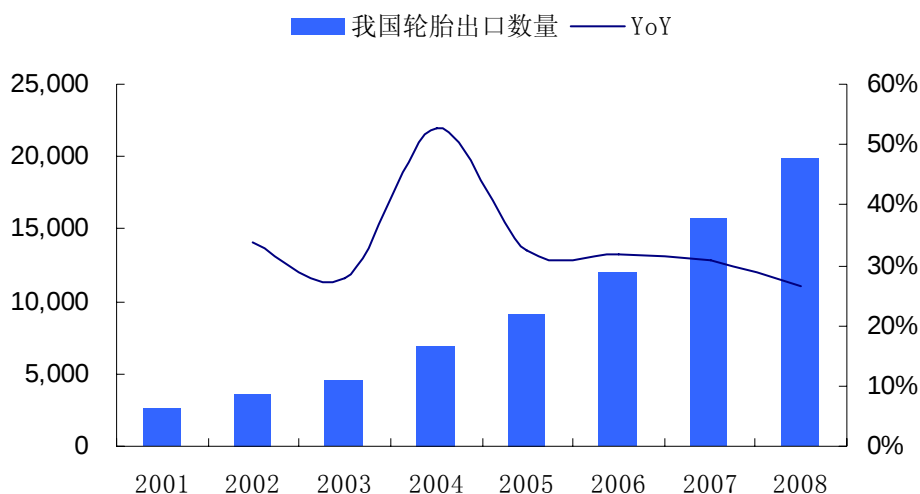


数据来源：Michelin，国都证券研究所

轮胎需求中还包括其他轮胎及轮胎出口,其他轮胎主要包括工程胎、农业胎、航空运输的多种类轮胎,由于此类需求占比相对稳定,我们按照一定比例来预测。轮胎出口主要受益于全球轮胎产能转移,近年来我国的轮胎产量全球市场份额不断提高,轮胎出口增速显著高于世界轮胎产量增速,但轮胎出口也会受到汽车行业周期性下滑的影响,因此 09 年轮胎出口增速可能会受到一定影响,我们在预测中按照轮胎出口 15%的底线进行计算。

图 29 我国轮胎出口数量及增速

单位: 万条



数据来源: 轮胎协会, 国都证券研究所

5.2 设备投资的测算

上面我们计算的是轮胎需求,由于公司主要生产子午胎生产设备,因此我们主要通过轮胎子午化率的提高计算子午胎需求的变化并相应地测算设备投资额,同时按照经验数据来预测全钢和半钢子午胎的需求和设备投资变化。

表 6 子午胎需求测算参数

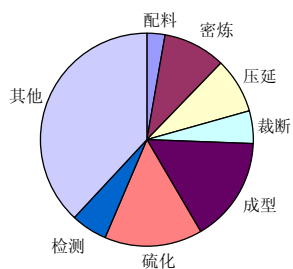
单位: 万条

预测项目	2008	2009E	2010E	2011E
轮胎需求	37,874	45,423	53,490	63,953
子午化率	75%	77%	79%	80%
子午胎需求	28,530	34,976	42,257	51,162
全钢子午胎占比	25%			

数据来源: 国都证券研究所

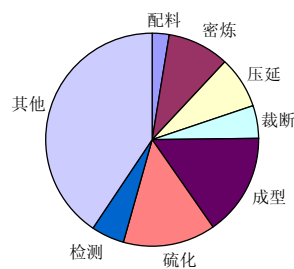
按照轮胎行业的经验数据，产能 30 万套的全钢子午胎生产线和 100 万套的半钢子午胎生产线是轮胎企业投资的一个盈亏平衡点，而按照这个基本产能进行投资，其设备投资额分别为 1.6 和 1.7 亿元左右（国产设备），但由于这个统计数据较早，部分产品价格变化较大，我们在计算中主要基于产能投资所需的设备数量，并结合设备的最新价格来计算。

图 30 30 万套全钢子午胎设备投资比例



数据来源：公司数据，国都证券研究所

图 31 100 万套半钢子午胎设备投资比例



数据来源：公司数据，国都证券研究所

表 7 设备投资的测算

单位:万条、亿元

预测项目	2009E	2010E	2011E
全钢子午胎需求	1,611	1,820	2,226
半钢子午胎需求	4,834	5,461	6,679
全钢设备投资按 30 万套折算	54	61	74
半钢设备投资按 100 万套折算	48	55	67

数据来源：国都证券研究所

5.3 公司收入的测算

公司的产品众多，涵盖了整个轮胎生产的流程，其中配料系统和成型机是公司的主打产品，市场占有率分别达到 85%和 30%，我们对公司收入的预测主要来自对市场占有率的预测。上面提到由于按投资额测算的公司收入同产品价格密切相关，而公司产品价格波动较大，因此我们对公司产品需求主要基于产能缺口带来的设备需求数量，数据基于公司的数据统计，价格采用公司最新的产品销售价格。

表 8 公司各项产品收入预测

预测项目	2008	2009E	2010E	2011E
成型机系统	39,380	45,655	60,016	76,207

密炼机上辅机系统和小料配料称量系统	18,323	28,140	30,904	36,776
压力容器	10,369	13,480	16,850	20,220
小角度裁断机\内衬层生产线	11,020	9,802	11,073	13,542
检测系统产品	55	2,208	4,156	7,117
热水除氧系统	989	842	951	1,163
密炼机系统	1,625	2,210	3,745	6,108
动平衡试验机	4,240	3,674	4,381	5,640
主营业务收入合计	86,350	106,379	132,462	167,177

数据来源：国都证券研究所

6、盈利预测与估值

我们预测公司 2009-2011 年每股收益为 0.87、1.05 和 1.3 元（摊薄后），对应 09-11 年的动态市盈率为 22、19、15 倍，PB 为 3.57 倍，同软件企业 09 年平均 32 倍的动态市盈率水平相比，公司具有明显的估值优势。由于公司主要生产嵌入式软件设备，我们对信息设备行业的估值水平也进行了统计，在目前的市场估值水平下公司的估值仍显著低于信息设备行业的平均估值水平。从公司自身的历史估值水平来看，公司的 PE 和 PB 也处在较低水平。因此我们维持公司短期强烈推荐-长期 A 的投资评级。

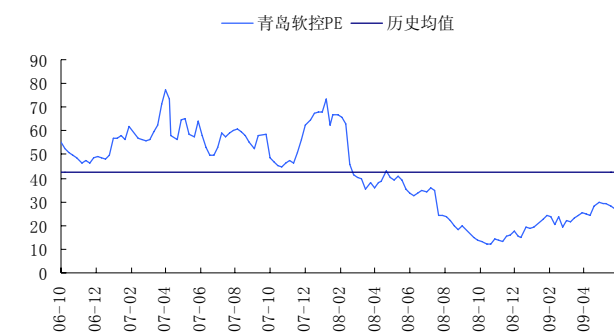
表 9 信息设备和计算机应用重点上市公司估值

证券简称	静态市盈率	市盈率（TTM）	2009PE	PEG	PB
长城开发	31.43	34.75	30.99	22.07	2.84
华工科技	63.58	30.98	56.34	4.39	3.68
广电运通	29.01	28.03	22.99	0.88	7.03
御银股份	39.55	39.27	27.60	0.64	5.54
证通电子	38.46	32.91	28.80	0.86	6.34
同方股份	64.46	63.34	34.84	0.41	2.29
泰豪科技	43.59	42.83	28.24	0.52	4.00
信息设备平均	44.30	38.87	32.83	4.25	4.53
东华合创	36.29	34.30	26.00	0.66	5.89
生意宝	76.05	72.40	59.95	2.23	6.30
石基信息	46.70	46.59	34.85	1.02	11.37
科大讯飞	49.58	46.84	35.37	0.88	6.75
启明信息	63.36	63.17	42.22	0.84	8.83
大华股份	27.07	26.95	20.59	0.65	3.93
航天信息	26.16	25.90	21.32	0.94	4.79
华胜天成	29.81	28.13	23.16	0.81	4.40

金证股份	26.66	29.13	17.92	0.37	3.59
恒生电子	44.23	41.58	35.08	1.35	9.39
计算机应用平均	42.59	41.50	31.64	0.97	6.52
青岛软控	28.61	27.02	21.88	0.71	3.57

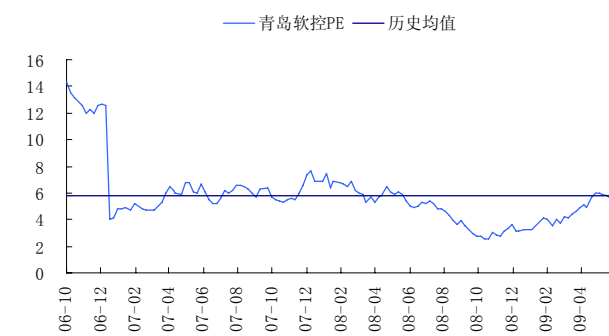
数据来源: Wind, 国都证券研究所

图 32 青岛软控历史 PE



数据来源: Wind, 国都证券研究所

图 33 青岛软控历史 PB



数据来源: Wind, 国都证券研究所

表 10 盈利预测表

单位: 万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	91,249	111,581	137,925	172,913
营业收入	91,249	111,581	137,925	172,913
营业总成本	72,863	87,412	108,131	135,045
营业成本	55,387	67,173	83,711	105,538
营业税金及附加	600	725	897	1,124
销售费用	1,446	1,785	2,179	2,732
管理费用	11,361	13,836	16,965	20,922
财务费用	795	893	1,379	1,729
资产减值损失	3,275	3,000	3,000	3,000
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	18,387	24,169	29,794	37,868
加: 营业外收入	5,971	7,000	8,000	9,000
减: 营业外支出	170	200	200	200
利润总额	24,188	30,969	37,594	46,668
减: 所得税	1,780	2,417	2,979	3,787
净利润	22,407	28,552	34,614	42,881
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	22,407	28,552	34,614	42,881

每股收益（摊薄）	0.79	0.87	1.05	1.30
----------	------	------	------	------

数据来源：国都证券研究所

7、风险提示

- 1、宏观经济再次触底，轮胎生产企业推迟设备投资。
- 2、公司产品的跨行业应用发展低于预期。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。