

向全球隐形冠军迈进

青岛软控战略合作公告点评

报告关键点：

- 公司国际化将进入新阶段
- 公司具备成为全球隐形冠军的潜力

报告摘要：

- 事件：**公司公告与斯洛伐克RUBBER POINT公司日前签订了《合作意向书》，有意向在斯洛伐克合资建立软控欧洲研发和技术中心，主要业务是研究轮胎装备、工艺技术和生产制造高质量的轮胎生产装备，以及为欧洲用户提供技术服务。如双方最终达成合资协议，将投资2000万元建设软控欧洲研发和技术中心，公司占合资公司的51%股权，软控欧洲技术中心在2010年开始生产和组装产品。尽管目前双方签订的只是初步的合作意向书，最终能否签订正式合作协议仍存一定不确定性，但由于RP公司创建人与公司已经有很长时间的合作历史，且双方已经进行了较长时间的协商，并且这也是公司战略布局中的重要一环，因此我们判断未来签订正式合作协议不存在太大问题。
- 合作有助于公司进入高端市场：**由于近几年西欧发达国家的很多轮胎生产线已经进入到设备更新期，市场空间较大。而在金融危机冲击下，西欧国家轮胎企业面临降低生产成本的压力，一方面加快向东欧国家转移产能，另一方面对设备价格的敏感性增强，这就给公司提供了比较好的开拓欧洲市场的机会。通过在斯洛伐克建立研发和技术中心，一方面使公司更加贴近客户，便于开拓欧洲市场，同时也使公司可以利用斯洛伐克先进的加工制造能力和在橡胶行业的技术研发实力，从而有助于提升公司的技术水平和产品质量，为进入全球高端市场奠定基础。
- 国际化发展战略进入新阶段。**如公司与RP公司签订正式合作协议，将是公司国际化进入新阶段的重要标志。即由产品出口跨越到直接对外投资建厂的阶段。我们认为，对于专业化设备提供企业而言，只有在全球范围内取得较大的市场份额、成为隐形冠军，才有可能实现由十亿元到百亿元企业的演进，软控欧洲研发和技术中心的建立将是公司由国内冠军迈向全球冠军的起点。
- 维持买入-A投资评级。**我们仍然维持对公司09、10年EPS1.01元和1.32元的盈利预测，考虑到公司战略清晰、增长明确，且独特的产业链整合模式和跨行业拓展前景使公司具有成长为全球冠军的潜力，我们仍然维持对公司买入-A投资评级，6个月目标价27元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **27.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 27.00 元

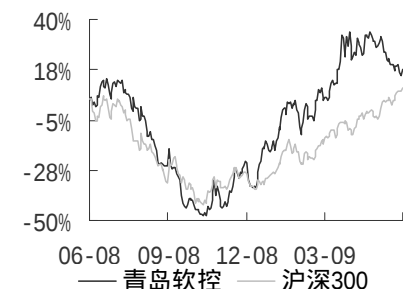
现价： 19.08 元

报告日期： **2009-06-24**

市场数据

总市值(百万元)	6,295.26
流通市值(百万元)	3,580.22
总股本(百万股)	329.94
流通股本(百万股)	187.64
12 个月最高/最低	8.29/22.80 元
十大流通股(%)	27.50%
股东户数	12,982

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.53)	(14.92)	8.35
绝对收益	(9.66)	12.36	17.78

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	1,313.5	1,727.0	2,188.9
Growth(%)	41.3%	81.6%	43.9%	31.5%	26.8%
净利润	143.3	224.1	332.2	433.8	557.8
Growth(%)	61.1%	56.3%	48.3%	30.6%	28.6%
毛利率(%)	46.0%	39.3%	39.4%	40.1%	41.0%
净利润率(%)	28.5%	24.6%	25.3%	25.1%	25.5%
每股收益(元)	0.43	0.68	1.01	1.32	1.69
每股净资产(元)	2.91	3.54	6.23	7.42	8.94
市盈率	43.9	28.1	18.9	14.5	11.3
市净率	6.6	5.4	3.1	2.6	2.1
净资产收益率(%)	15.0%	19.2%	16.2%	17.7%	18.9%
ROIC(%)	34.7%	37.5%	33.2%	29.6%	28.6%
EV/EBITDA	18.2	25.3	16.6	12.6	9.3
股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%

前期研究成果

青岛软控：跨行业发展开始起步

2009-05-12

青岛软控：业务发展空间很大，切分蛋糕能力很强

2009-04-01

青岛软控：09 年快速增长明确

2009-03-09

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-24**

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	1,313.5	1,727.0	2,188.9	成长性					
减: 营业成本	271.5	553.9	795.6	1,035.1	1,290.5	营业收入增长率	41.3%	81.6%	43.9%	31.5%	26.8%
营业税费	4.7	6.0	9.2	12.1	15.3	营业利润增长率	37.2%	51.1%	71.9%	34.1%	32.5%
销售费用	9.0	14.5	21.0	25.9	32.8	净利润增长率	61.1%	56.3%	48.3%	30.6%	28.6%
管理费用	75.5	113.6	157.6	215.9	273.6	EBITDA 增长率	19.4%	60.0%	65.1%	33.3%	33.2%
财务费用	0.1	7.9	3.9	1.8	1.3	EBIT 增长率	22.8%	57.6%	66.9%	33.1%	32.2%
资产减值损失	20.0	32.7	10.0	12.2	13.6	NOPLAT 增长率	48.1%	61.4%	45.1%	29.7%	28.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.3%	64.0%	45.6%	32.6%	20.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.6%	21.9%	76.0%	19.0%	20.5%
营业利润	121.7	183.9	316.1	424.0	561.8	利润率					
加: 营业外净收支	31.7	58.0	53.0	58.0	58.0	毛利率	46.0%	39.3%	39.4%	40.1%	41.0%
利润总额	153.4	241.9	369.1	482.0	619.8	营业利润率	24.2%	20.1%	24.1%	24.6%	25.7%
减: 所得税	10.0	17.8	36.9	48.2	62.0	净利率	28.5%	24.6%	25.3%	25.1%	25.5%
净利润	143.3	224.1	332.2	433.8	557.8	EBITDA/营业收入	26.0%	22.9%	26.2%	26.6%	28.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.2%	21.0%	24.4%	24.7%	25.7%
货币资金	453.8	420.7	874.8	814.8	946.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	81	66	76	94
应收帐款	319.0	557.8	735.0	966.4	1,224.9	流动营业资本周转天数	215	180	193	208	217
应收票据	164.0	39.0	359.9	473.1	599.7	流动资产周转天数	898	595	592	615	585
预付帐款	57.5	109.8	109.8	109.8	109.8	应收帐款周转天数	140	166	174	174	176
存货	413.1	482.7	653.9	850.7	1,060.7	存货周转天数	206	182	159	157	157
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	748	772	728
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	369	321	340	357	354
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%	16.2%	17.7%	18.9%
投资性房地产	19.6	19.0	20.0	20.0	20.0	ROA	8.4%	10.7%	9.9%	10.8%	11.6%
固定资产	172.0	236.9	247.1	481.6	660.1	ROIC	34.7%	37.5%	33.2%	29.6%	28.6%
在建工程	19.5	57.8	232.0	172.8	54.6	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	3,371.7	4,031.6	4,820.8	财务费用率	0.0%	0.9%	0.3%	0.1%	0.1%
短期债务	92.0	210.0	206.8	204.0	200.8	三费/营业收入	16.8%	14.9%	13.9%	14.1%	14.1%
应付帐款	214.5	226.1	468.6	609.7	760.1	偿债能力					
应付票据	210.3	281.1	435.9	567.2	707.1	资产负债率	43.7%	44.1%	39.0%	39.3%	38.8%
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%	64.0%	64.8%	63.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	1.77	2.08	2.03	2.11
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	1.58	1.49	1.54
负债总额	744.1	921.3	1,315.5	1,585.0	1,872.2	利息保障倍数	1,700.44	24.13	81.17	233.57	428.46
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	142.5	284.9	329.9	329.9	329.9	DPS(元)	0.04	0.04	0.10	0.13	0.17
留存收益	816.1	883.5	1,726.2	2,116.7	2,618.7	分红比率	9.9%	6.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	958.6	1,168.4	2,056.2	2,446.6	2,948.6	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
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	332.2	433.8	557.8	EPS(元)	0.43	0.68	1.01	1.31	1.69
加: 折旧和摊销	10.7	19.1	24.7	33.7	48.8	BVPS(元)	2.91	3.54	6.23	7.42	8.94
资产减值准备	20.0	32.8	10.0	12.2	13.6	PE(X)	43.9	28.1	18.9	14.5	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.4	3.1	2.6	2.1
财务费用	10.3	4.8	7.6	3.9	1.8	P/FCF	-	-119.6	-47.6	-126.6	41.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	12.5	6.9	4.8	3.6	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.2	25.3	16.6	12.6	9.3
营运资金的变动	-157.1	-223.6	-292.3	-281.4	-318.2	CAGR(%)	44.7%	35.5%	29.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	48.3	46.5	78.6	200.1	303.3	PEG	1.0	0.8	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-18.7	-174.7	-201.0	-203.1	-102.1	ROIC/WACC	4.0	4.4	3.9	3.4	3.3
融资活动产生现金流量	-175.3	97.0	548.4	-48.0	-60.3	REP	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7

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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@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