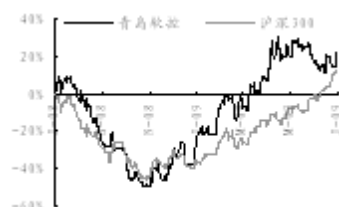


橡胶轮胎设备
首次评级: 买入
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
青岛软控	4.0	7.2	12.2
沪深 300	15.2	30.9	12.6

市场数据 2009.7.9

当前价格 (元)	20.48
52 周价格区间 (元)	8.44-21.83
总市值 (百万)	6757
流通市值 (百万)	3843
总股本 (万股)	32994
流通股 (万股)	18764.2688
日均成交额 (百万)	10683
近一月换手 (%)	50.2

分析师

蒋传宁

电话: 0755-83706290

邮件: jiangcn@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **公司竞争力强,是国内橡胶轮胎装备行业的龙头企业。**公司可提供轮胎制造各工序橡胶机械装备,是世界上橡胶轮胎装备产品链最完整的企业之一,是目前国内唯一具有较强的软件自主开发能力的轮胎橡胶设备企业,其配料系统设备市场份额优势最为明显,市占率达到约 85%。
- **产品线完善延伸构筑新增长点。**半钢成型机 08 年推向市场,09 年开始将形成持续增长点。收购压力容器业务并通过资金投入、设备引进、产能扩张,该业务进入增长快车道。
- **配料系统跨行业应用潜在空间巨大。**公司核心业务配料系统可关联应用于化工、油墨、印钞、食品、医药、冶金、电力等行业。09 年 5 月在化工行业获得一个金额高达约 2.6 亿元 r 工程合同。该项目成功合作将为公司获得其后续扩容合同以及为向其他行业扩张奠定基础。
- **下游汽车、轮胎行业复苏将促进轮胎装备的需求上升。**随着 1.6L 以下排量乘用车购置税减免 5%、汽车下乡两大政策措施实施,汽车、轮胎行业走出了 08 年 4 季的低谷,同比产量迅速回升,将促进轮胎厂商扩张产能进而刺激装备市场。
- **未来轮胎装备行业发展空间巨大。**原因包括:国内汽车保有量低,未来有较大上升空间;轮胎作为劳动密集型产业,未来将继续向成本低、需求增长快的发展中国家转移;国内轮胎子午化率较低,未来子午化率提升将会拉动轮胎设备需求。
- **公司仍处于竞争力进一步提升、未来可持续发展的通道。**预计 09-10 年 EPS 分别为 0.92 元、1.16 元。鉴于公司较强的竞争地位、可持续发展、资产较轻、净资产收益率较高,如取 PEG=1.5。未来三年公司复合增长率 25-30%,公司估值不低于 30-35 元区间,当前估值明显偏低,给予“买入”评级。

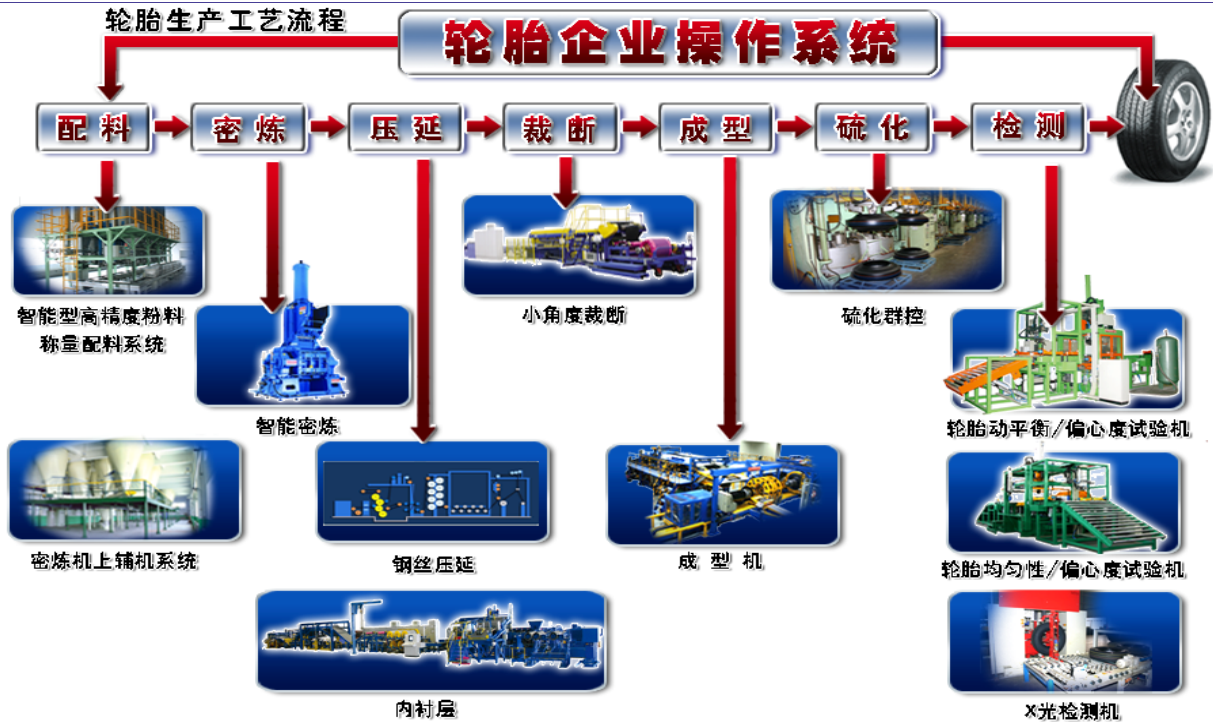
预测指标	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入 (万元)	50246	91249	119128	142953
营业利润 (万元)	12166	18387	27978	36843
净利润 (万元)	14333	22407	30401	38379
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.79	0.92	1.16
摊薄每股净资产 (元)	6.73	4.10	6.25	7.41
加权平均 ROE (%)	15.06	21.12	17.80	17.03

公司简介

公司围绕轮胎生产工艺，为用户提供轮胎生产从配料、密炼、压延、裁断、成型、检测等各关键工序的数字化成套装备，开发了全球第一套轮胎全生命周期信息化管理系统，

公司产品遍布国内近 30 个省、市、区，覆盖欧美亚十几个国家地区，世界排名前列的轮胎跨国公司均已成为公司客户。

图 1：公司各工序设备情况



资料来源：公司网站

表 1: 主业情况 (万元)

	营业收入	营业利润	毛利率
子行业			
软件业	25,298.15	23,984.53	94.8%
设备制造业	60,996.70	9,699.60	15.9%
分产品			
配料称量系统	18,322.60	8,742.79	47.7%
密炼机系统	1,625.10	412.79	25.4%
裁断机/内衬层系统	11,019.66	4,371.47	39.7%
全钢子午胎成型机系统	39,379.61	16,205.74	41.2%
检测系统	4,239.74	1,464.51	34.5%
压力容器	10,369.15	2,083.44	20.1%
其他	1,339.00	403.69	30.1%

资料来源:公司公告

表 2: 公司客户

世界排名	国际客户	中国排名	国内客户
1	米其林	1	正新轮胎
2	普利司通	2	杭州中策
3	固特异	3	三角轮胎
4	大陆	4	上海轮胎
5	倍耐力	5	风神轮胎
6	住友	6	玲珑集团
7	横滨	7	贵州轮胎
8	韩泰	8	双星集团
9	库珀	9	华南轮胎
10	锦湖	10	青岛黄海
...	...	...	...

资料来源:国海证券研究所

自主研发能力极强的橡胶设备行业龙头厂商

公司具有很强的研发和自主创新能力。拥有 38 项软件著作权, 授权的发明专利 5 项, 实用新型专利 69 项; 受理的发明专利 39 项, 实用新型专利 110 项。公司充分利用高校资源, 包括与青岛科技大学、浙大、北大、哈工大、国防科技大学等开展项目联合开发、人才培养等多方面合作。

公司竞争力强，是国内橡胶轮胎装备行业的龙头企业。可提供轮胎制造的配料、密炼、压延、裁断、成型、检测各工序橡胶机械设备，为客户提供一站式服务，是世界上橡胶轮胎信息化装备制造业产品链最完整的企业之一。公司是目前国内唯一具有较强的软件自主开发能力的轮胎橡胶设备企业。公司配料系统设备市场份额优势最为明显，市占率达到约 85%。在国内相关装备厂商中，公司规模领先，利润水平更占绝对优势，竞争力极为强劲。

与国外品牌相比，公司设备性价比高，产品价格低约 40%，优势也较为明显。

募集资金投资进一步提高公司竞争力。募集资金项目投向包括：解决 30% 关键部件的自主加工，配料试验平台建设和管道物料输送。项目投资将提升公司高精度机械加工能力、保障产品的质量稳定。提高高精端产品的生产、为公司打开高端市场、进一步替代进口设备奠定基础。

2008 年公司在全球橡胶机械排名中位列第 5，较 2007 年上升了 11 个名次（来源于《欧洲橡胶杂志》）。我们相信，随着销售规模继续扩大，未来公司将会成为全球橡胶轮胎装备业这一细分领域的隐形冠军。

表 3: 国内橡机厂商比较

单位	销售收入（万元）			利润总额（万元）			主营产品
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年	
青岛软控	33553	50246	91249	10110	15337	24187	最完整的产品链
天津赛象	79200	89700	100908	3763			成型机、裁断机等
桂林橡机	61538	68580	64174	1767	1831	3333	硫化机
华橡自控	56008	58085	60671	1301	1379	2730	硫化机、开炼机
益阳橡机	44625	67462	71592	1550	5170	3903	密炼机
大连橡塑	35374	48476	46362	323	754		橡胶（塑料）密炼生产线
北京敬业	20900	28900	29240	1680	2023	5040	成型机

资料来源：国海证券研究所

产业链延伸构筑新增长点

半钢成型机推向市场形成可持续新增长点

08 年公司自主研发半钢成型机设备推向市场，09 年后成为公司新的增长动力。配料、密炼设备与现有全钢设备相同，可关联应用。与国内其它半钢设备厂商相比，公司产品线全，自主研发能力强。

发达国家半钢轮胎占轮胎比重大（约 80%），国内半钢轮胎占比也大高于全钢轮胎。未来随着国内高速公路里程不断上升，高速公路网络不断完善，安全性能高的半钢轮胎比重将会进一步上升。我们相信，公司半钢设备推出使公司在更大的市场空间、长时间获得持续增长动力，其增长速度将快于现有全钢设备。

压力容器将继续高速增长

收购压力容器业务（软控重工），通过资金注入、引进高端设备、扩张产能、拓展产品线（如风电业务）、输出管理，公司竞争力大幅提高。压力容器业务步入增长快车道，07 年该业务收入仅约 5000 万元，08 年达到 1 亿元，预计未来两年年复合增长率可达 50%。

软控重工生产高压储罐、风塔、塔器等。该业务在国内市场份额仍低，不足 10%，公司拥有国内最高资质 A1 牌照，随着并购整合后压力容器业务竞争地位提高，未来有较大的发展潜力。

配料系统跨行业应用潜在空间巨大

公司核心业务配料系统可关联应用于化工、油墨、印钞、食品、医药、冶金、电力等行业。在化工领域已开始实现重大突破，09 年 5 月公司在化工行业获得金额高达约 2.6 亿元的“交钥匙”工程合同，即为化工行业青岛伊科思新材料股份有限公司提供 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。

该项目成功合作将为公司未来获得其后续扩容项目以及为向其他行业扩张奠定基础。配料系统在其他领域如食品、印钞和其他化工厂也有小规模应用经验。

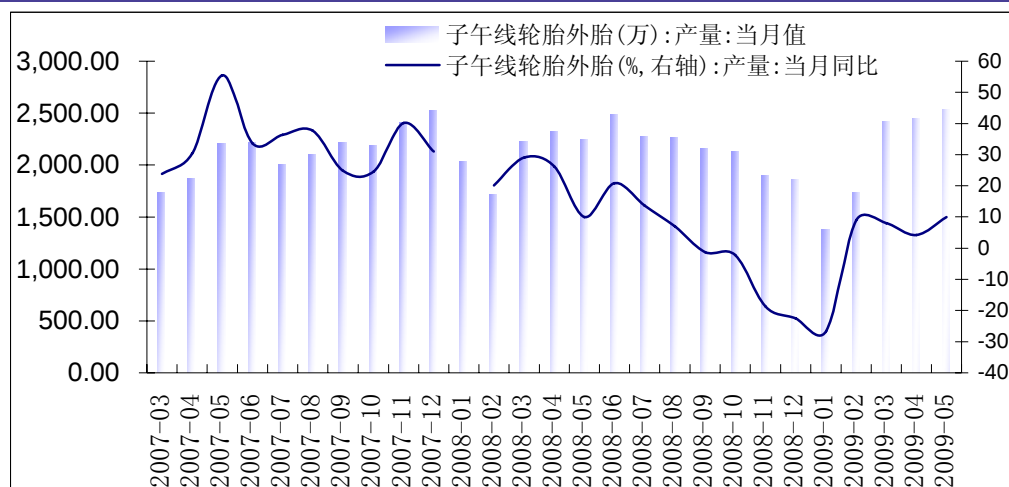
公司具有自主研发的嵌入式装备控制软件，软件初次研发成本高，但复

制成本低，具有明显的规模效应，随着销售规模扩大，公司的规模效应进一步扩大，相对国内其他装备厂商的优势更加明显。

下游汽车、轮胎行业复苏将促进轮胎设备的需求上升

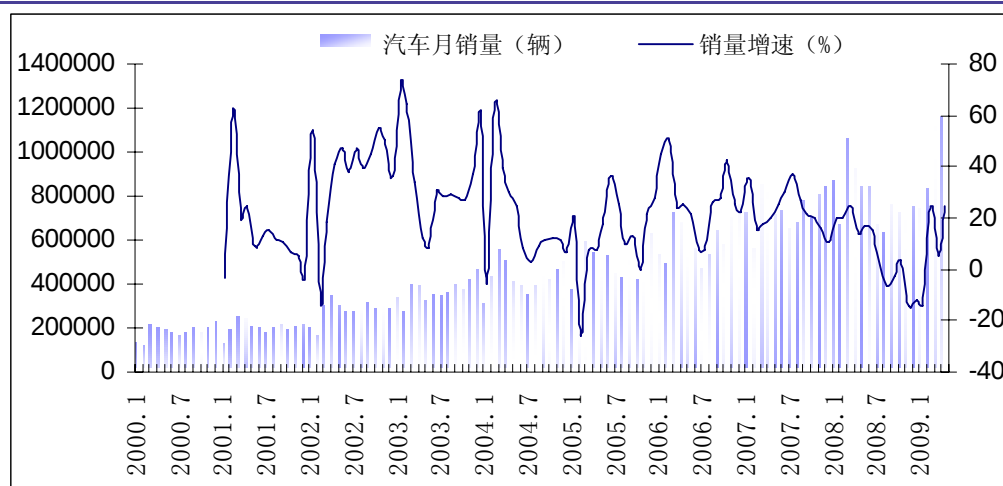
从近期来看，随着经济复苏，1.6L 以下排量乘用车购置税减免 5%、汽车下乡两大政策措施实施，未来仍有可能出台一系列改善汽车消费环境、扩大消费信贷措施，未来预期改善，汽车、轮胎行业均走出了 08 年 4 季的低谷，同比产量迅速回升。由于 08 年汽车、轮胎行业前高后低、而 09 年将呈现前低后高，下半年同比增速会进一步上升。我们相信，随着行业走出低谷，下半年轮胎厂商扩张产能的动力逐步加强，对装备市场需求将会上升。我们认为公司 2 季订单好于 1 季，下半年订单将高于上半年，全年预计 13-15 亿元。

图 2：国内子午轮胎外胎生产及同比情况



资料来源：WIND

图 3: 国内汽车销量情况



资料来源：国海证券研究所

未来轮胎装备行业发展空间巨大

国内汽车保有量持续上升将促进装备市场需求上升

公司轮胎装备的市场需求与下游轮胎企业产能扩张紧密相关。国内轮胎企业产能扩张将会持续。原因如下：

一般而言，轮胎需求来自两方面：一是持续增长的保有汽车源源不断的更新需求，更新需求约占轮胎需求 70%；二是新增车轮胎的需求，约占 30%。

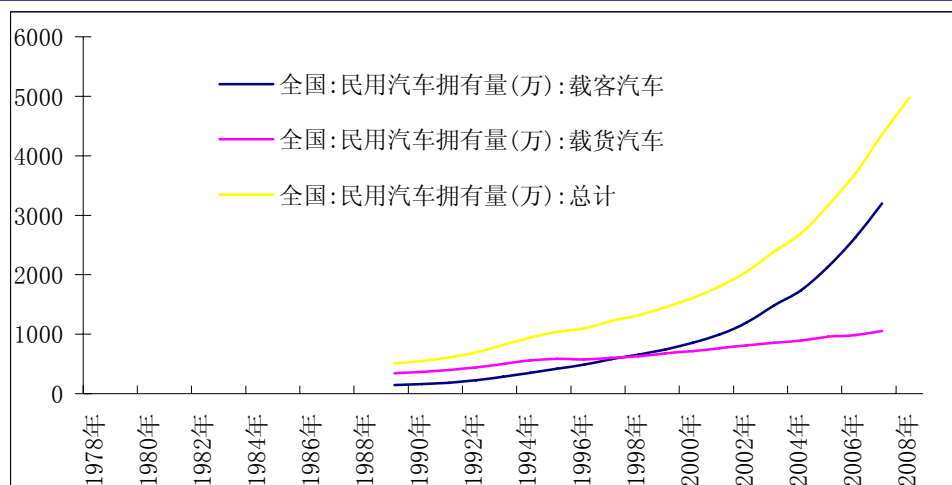
国内汽车保有量低，国内每千人汽车保有量仅 38 辆，而世界平均已达 120 辆，发达国家高达 500 辆。随着国内汽车产业的推动，汽车消费政策环境的改善，高速公路网络扩张与完善，人们收入水平不断提高，未来国内汽车行业发展空间相当巨大。汽车保有量将持续上升，直接拉动轮胎需求增长，进而拉动轮胎装备行业需求增长。

轮胎产业将继续向国内转移

当前国内轮胎产量仅占全球约 16-17%，比重仍较低。轮胎作为劳动密集型产品，国内具有比较优势。在全球经济危机、国内需求依然增长较快

的背景下，未来轮胎产业仍会继续向国内转移。事实上，欧美国家因经济危机已有厂商关闭部分产能，而国内轮胎企业随着经济复苏又迈出了产能扩张步伐。我们相信，未来国内轮胎产量有望上升至全球的 30-40%。下游汽车需求回暖拉动配件轮胎需求回升。与此同时，轮胎属易耗消费品，更新需求量较大，随着汽车保有量的递增，市场需求稳定性较汽车高，未来将持续稳步上升。

图 4：国内汽车保有量情况



资料来源：WIND

轮胎子午化率提升将拉动装备市场需求

子午线轮胎替代斜交胎是必然趋势。子午胎与普通斜交轮胎相比具有弹性大、耐磨性好，可使轮胎寿命提高 30-50%；滚动阻力小，可降低油耗 8%左右，因此子午胎将逐步取代斜交胎成为将成为我国轮胎工业发展的重点和方向。我国轮胎的子午化率仍低于世界平均水平。发达国家的子午化率在 95%以上，我国轮胎子午化率仅为 74%，未来子午化率将进一步上升。2008 年我国综合外胎产量 3.5 亿条，同比增长 6%。其中子午胎产量 2.6 亿条，同比增长 13%。子午化率提升将会拉动公司装备市场需求增长。

盈利预测

主要假设:

09 年实现 11-12 亿元收入。跨期 2009 年执行订单 56411 万元。公司尚有产成品 1758 万元、在产品 37348 万元，08 年已经执行合同，但因尚未发货或未安装调试因而未确认收入。在经济复苏背景下，订单将逐季向好，估计全年订单 13-15 亿元，部分 09 年执行。

随着保有量增加，轮胎厂商将继续扩张，订单平稳增长

因竞争地位强，各子行业毛利率基本稳定。

作为国家布局重点软件企业，所得税率维持 10%。

表 4: 盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	50246	91249	119128	142953
营业成本	27153	55387	72751	84234
营业税金及附加	468	600	572	724
销售费用	896	1446	1727	2073
管理费用	7554	11361	13342	15725
财务费用	7	795	357	715
资产减值损失	2002	3275	2400	2640
营业利润	12166	18387	27978	36843
营业外收入	3368	5971	5971	5971
营业外支出	197	170	170	170
非流动资产处置净损失	39	37	0	0
利润总额	15337	24188	33779	42644
所得税	1004	1780	3378	4264
净利润	14333	22407	30401	38379
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	14333	22407	30401	38379
基本每股收益(元)	0.50	0.79	0.92	1.16

资料来源: 国海证券研究所

盈利预测

作为橡胶轮胎机械的龙头厂商，随着产品线拓宽、替代进口，公司未来将最大程度受益国内汽车保有量持续上升而拉动轮胎需求的增长。公司未来 2-3 年仍将持续较快增长，年复合增长率不会低于 25%-30%。预计 09-10 年 EPS 分别为 0.92 元、1.16 元，动态 PE 分别为 22.09、17.49 倍。

资产盈利能力较强（08 年摊薄为 ROE19.26%，再融资后 09 年摊薄 ROE 仍维持较高水平（14.75%，未来随着募集资金项目投产，ROE 仍会上升）。

考虑公司盈利相当大比重来自控制软件，资产相对较轻，PEG 可取大于 1，相应 PE 不低于 30 倍，则 09 年估值水平最低为 27.6 元。如取 PEG=1.5，未来三年复合增长率 25-30%，则 09PE=[37.5, 45]X，相应估值为 34.5-40.4 元。鉴于公司较强的竞争地位和持续成长性，可享受一定溢价，因此我们认为公司估值不低于 30-35 元区间，当前公司估值偏低，给予“买入”评级，作为长期投资品种。

风险提示

如果轮胎厂商产能扩张不如预期，公司订单将受影响。

附录

表 5: 2009 年 1-2 月部分轮胎公司的投资计划

公司	总投资	投资项目内容
米其林	2 亿美元	巴西工厂
普利司通	每年 20 亿美元投资	无锡 140 万套子午胎项目
大陆	2.16 亿美元	在合肥建厂，达产后年产量 400 万套乘用车轮胎。
倍耐力	1 亿美元（一期）	1100 万套半钢项目
横滨橡胶		俄罗斯 140 万套项目。
印度西特橡胶	9500 万英镑	全钢子午胎项目
锦湖	8500 万美元	天津工厂增资
森麒麟	4.4 亿元（一期）	1625 套全钢及半钢项目
兰州燃化		全国最大生产线、一期 60 万套全钢项目
昊华南方		60 万套全钢、1 万套巨胎
山东亿诺	8.2 亿元	巨胎项目
天津渤海化工		占地 1000 亩轮胎产业基地项目
天津世纪橡胶	4 亿元	300 万套半钢项目

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。