



青岛软控

(002073)

推荐

所属行业：设备制造业

行业评级：谨慎推荐

股本结构

总市值(亿元)	69.78
流通市值(亿元)	39.69
总股本(万股)	32994
流通 A 股(万股)	18764

股价表现图



齐鲁证券有限公司研究所
行业公司部

分析师 冯超

Tel: (8621) 5930-6455

Email: chao_txwd@yahoo.cn

成长中的轮胎软件龙头

青岛软控深度研究报告

投资要点:

- ◆ 2008 年全球轮胎需求出现下降的地区是欧洲和北美，而在南美，亚洲，非洲，中东等发展中国家却出现了同比正增长。在乘用车和轻卡胎领域，全球需求在 2008 年下降了 4%，而载重胎需求下降 3.9%。
- ◆ 轮胎制造中心正从西方转移至亚太。2009 年 1 月美国汽车轮胎产量为 1028.3 万条，换算为重量计算，1 月份产量为 75666 吨，与上年同期相比下滑 24%。日本也由 2005 年的 1.87 亿条下降到 2007 年的 1.77 亿条。
- ◆ 我国已经成为轮胎生产大国，特别是载重胎。根据轮胎协会的数据，2007 年我国载重胎产量达到 6500 万条，其中子午胎 5000 万条，是全球最大的载重胎生产国。而轿车胎市场则由国际巨头控制，外资占轿车胎产量的 70% 以上，我国轮胎生产企业主要集中在中低端。
- ◆ 配料系统和成型机系统是公司的主打产品，合计收入占到总收入的 68%，全钢成型机贡献的利润几乎达到 50%。配料系统在国内市场上具有垄断性，市场占有率达到 85%，目前正在由轮胎行业转移至食品，化工，医药等其他行业，如果公司能够成功跨行业应用配料系统，将大幅提升公司的长期价值。
- ◆ 公司的增发项目是要在青岛胶州建设集科研制造于一体的高水平装备科研制造基地，主要包括科研中心、数字化轮胎装备与物料输送配料科研制造基地、压力容器科研制造基地的工程建设、公用设施建设，以及实验、试验、开发仪器设备、产品制造设备的购置等。
- ◆ 预计 09 年 EPS 为 0.88 元，FFCF 估值显示公司合计价值为 28.5 元。



正文目录

一、公司简介.....	- 3 -
1、 公司股权结构.....	- 3 -
2、 公司主营业务.....	- 3 -
二、 轮胎制造看中国	- 3 -
1、 发展中国家是轮胎最大需求方	- 3 -
2、 轮胎制造中心向亚太集中	- 5 -
3、 中国制造迅速崛起.....	- 6 -
三、 垄断优势保证公司 09 年 30%的增长.....	- 8 -
1、 全钢成型机和配料系统是公司核心产品.....	- 8 -
2、 配料系统最具垄断性.....	- 9 -
3、 订单充裕，确保增长.....	- 9 -
4、 增发项目将增加公司长期价值.....	- 10 -
四、 公司财务分析	- 11 -
1、 负债率在合理范围内波动.....	- 11 -
2、 营运能力分析.....	- 13 -
3、 盈利能力分析.....	- 13 -
五、 绝对估值.....	- 14 -



一、公司简介

1、公司股权结构

公司的控股股东和实际控制人均为袁仲雪先生，持有公司股份 22.42%，担任青岛高校软控股份有限公司董事长。

表 1：公司前 10 名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	限售股数量
袁仲雪	境内自然人	22.42%	63882000	63882000
王健摄	境内自然人	5.67%	16161750	16161750
青岛高等学校技术装备服务总部	国有法人	4.83%	13759200	0
张君峰	境内自然人	3.74%	10647000	7985250
李志华	境内自然人	3.74	10647000	7985250
魏东	境内自然人	2.50%	7135532	0
宋吉良	境内自然人	2.12%	6034258	0
同益证券投资基金	境内非国有法人	2.04%	5800000	0
信达澳银领先增长	境内非国有法人	1.94%	5540302	0
海富通精选	境内非国有法人	1.75%	5000236	0

（资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所）

2、公司主营业务

公司主要经营业务是为面向轮胎橡胶行业的应用软件及系统集成开发和数字化装备制造，为橡胶轮胎企业提供全面的机电一体化、自动化、信息化解决方案，是目前国内专业服务于轮胎橡胶行业的唯一一家规模软件企业。目前公司产品包括了配料、密炼、压延、裁断、成型、硫化和检测各个环节。

二、 轮胎制造看中国

1、发展中国家是轮胎最大需求方



根据 Michelin 的报告,2008 年全球轮胎需求出现下降的地区是欧洲和北美,而在南美,亚洲,非洲,中东等发展中国家却出现了同比正增长。按照汽车业通用的分类方法,我们将轮胎分为乘用车和轻卡胎,载重胎,工程胎。

1.1 08 年全球乘用车和轻卡轮胎需求同比下降

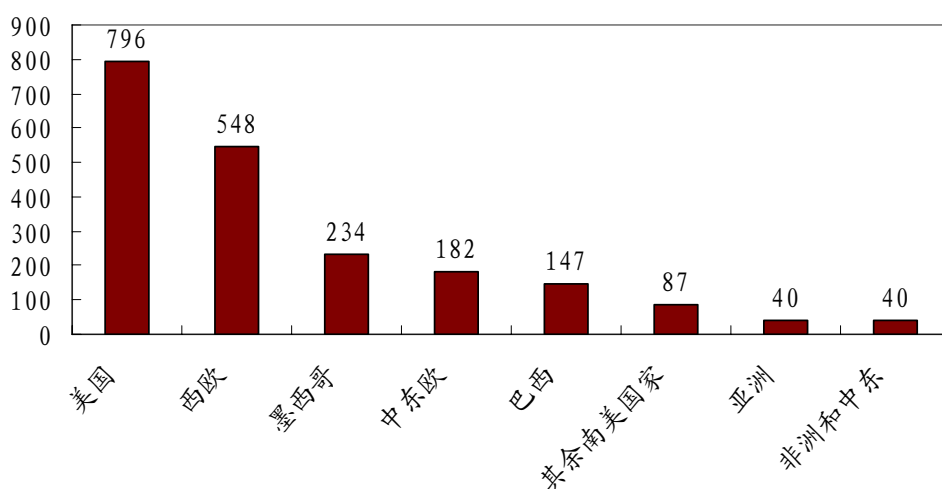
受全球金融危机影响,乘用车和轻卡胎需求在 2008 年第四季度出现了大幅下降,翻新胎同比下降了 2.2%,新胎下降了 4%。但是从地区分布来看,北美和欧洲是重灾区,欧洲新胎需求去年下降了 7.2%,北美下降幅度高达 16.5%。相比之下,非洲和中东却呈现了另外一幅面孔,同比增长 13.8%。亚洲整体上增长有限,但是中国和印度的需求很大,中国需求增长了 18%,印度增长了 8%。

表 2: 2008 年全球乘用车和轻卡轮胎需求增长情况

	翻新胎	新胎
欧洲	-4.0%	-7.2%
北美	-5.3%	-16.5%
南美	2.4%	8.2%
亚洲	2.7%	1.9%
非洲和中东	3.2%	13.8%
全部	-2.2%	-4.0%

(资料来源: Michelin, 齐鲁证券研究所)

图 1: 主要国家和地区每 1000 人拥有车的数量比较图



(资料来源: Michelin, 齐鲁证券研究所)



1.2 载重胎需求好于乘用车和轻卡胎

载重胎需求在 2008 年也出现了同比下降，翻新胎下降 0.2%，新胎同比下降 3.9%。与乘用车和轻卡胎需求类似，发展中国家需求依然出现正的增长，尤其是南美，翻新胎需求增长了 11.9%，而新胎也增长了 10.2%。即便如此，在经济危机冲击之前，也就是 2008 年前三季度，发展中国家都呈现了两位数增长，第四季度的突然下降导致亚洲和非洲国家回落至一位数增长。

表 3：2008 年全球载重胎需求增长情况

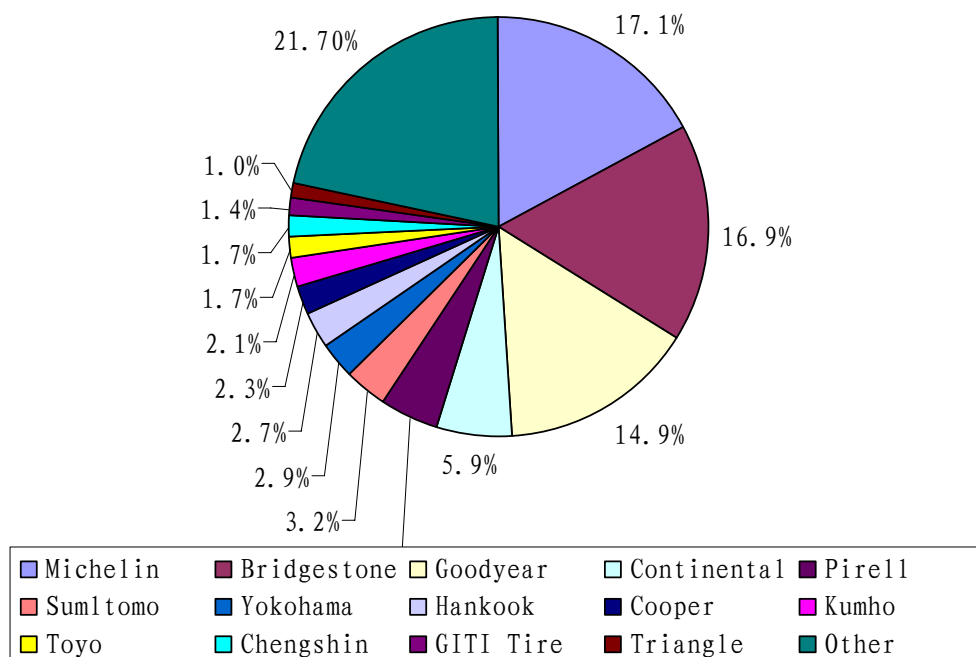
	翻新胎	新胎
欧洲	-9.7%	-0.9%
北美	-8.2%	-16.5%
南美	11.9%	10.2%
亚洲	5.7%	-1.8%
非洲和中东	5.1%	3.0%
全部	-0.2%	-3.9%

（资料来源：Michelin，齐鲁证券研究所）

2、 轮胎制造中心向亚太集中

近年来，发达国家轮胎产量稳中有降，美国由 2005 年的 3.27 亿条下降到 2007 年的 3.16 亿条。2009 年 1 月美国汽车轮胎产量为 1028.3 万条，换算为重量计算，1 月份产量为 75666 吨，与上年同期相比下滑 24%。日本也由 2005 年的 1.87 亿条下降到 2007 年的 1.77 亿条。据日本汽车轮胎制造商协会发布的预测数据显示，由于全球汽车销量不断下滑，日本汽车轮胎产量预计将下滑 5%。同时 JATMA 还预测，2009 年日本国内汽车销量很可能将下滑 7%，至 470 万辆左右。2009 年日本轮胎产量，包括出口量，预计将跌至 128 万吨，而 2008 年全年产能预计在 135 万吨左右。而中国进入 21 世纪以来，随着国民经济的发展，特别是汽车和公路事业的发展，轮胎产量连年增长率都在 10% 以上，其中子午胎平均增长 32%，载重子午胎近五年增长约在 50~60%。从 2005 年起轮胎产量已超过美国，居世界第一位。2007 年子午化率已达 70%。2008 年根据轮胎协会的数据，全年总产量为 23763 万条，同比出现下滑，但是由于统计口径的不一致，国家统计局发布信息表示 2008 年全年中国生产的轮胎数量同比增长了 6.7%。为了前后一致，我们将采用轮胎协会的数据。

由于轮胎工业属于劳动密集型产业，跨国巨头考虑到成本问题，都逐渐减少了其在本国的投资，而将重心向发展中国家转移。目前进入世界 75 强的 17 个外资和港台企业在中国建设了 34 个轮胎厂，还有两家台资企业建设了 2 个工厂共计 19 个企业建设了 36 个工厂。其中全球前十名的巨头就有 9 家公司 19 个工厂，使中国轮胎生产格局发生了重大变化。


图 2：2008 年初全球主要轮胎企业市场占有率


(资料来源: Michelin, 齐鲁证券研究所)

3、 中国制造迅速崛起

现在我国已经成为轮胎生产大国，特别是载重胎。根据轮胎协会的数据，2007 年我国载重胎产量达到 6500 万条，其中子午胎 5000 万条，是全球最大的载重胎生产国。而轿车胎市场则由国际巨头控制，外资占轿车胎产量的 70%以上，我国轮胎生产企业主要集中在中低端。

表 4：我国历年轮胎产量和子午胎产量

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
轮胎总产量，万条	12300	14000	16500	21000	25000	28000	33000	23763
增长率，%	9.5	13.8	17.9	27.3	19.0	11.2	17.9	-28.0
子午胎产量，万条	4250	5400	7600	10960	14850	18100	23000	18986
增长率，%	17.8	27.3	40.0	44.6	35.3	22.0	27.8	-17.5
载重子午胎产量，万条	417	667	1120	1850	2830	3800	5000	
增长率，%	25.6	60	67.5	65.6	53.0	34.3	31.6	
轮胎子午化率，%	35	39	56	52	59	64	70	79.9
汽车轮胎子午化率，%	53	58	66	70	74	80	90	

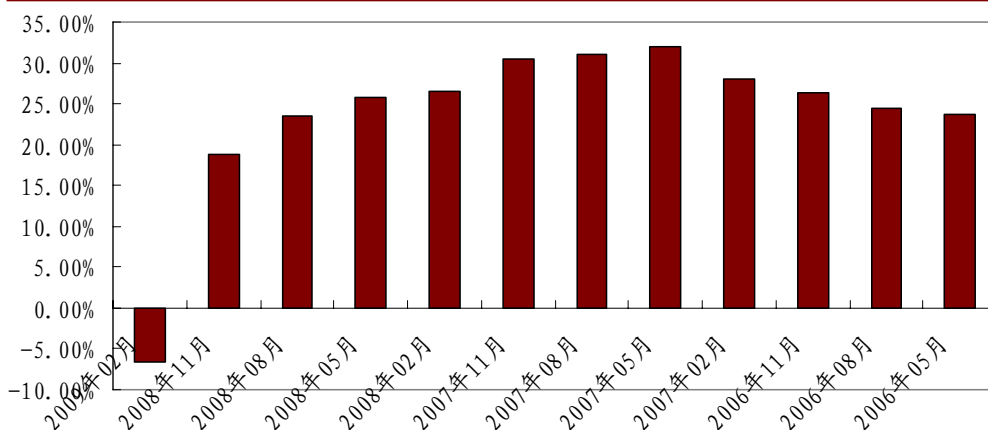
(资料来源: 轮胎协会, 齐鲁证券研究所)


表 5：2008 年列入轮胎协会统计的十大轮胎企业销售情况

排名	单位	销售收入(万元)	单位	利润总额(万元)	单位	综合产量(条)
1	中国佳通	1296098	中国正新	54095	中国佳通	30888548
2	杭州中策	1105503	兴源集团	50328	中国正新	23859734
3	三角集团	1060288	杭州中策	33899	杭州中策	21651991
4	山东玲珑	1020880	山东万达	33134	三角集团	20654922
5	中国正新	714510	山东金宇	16168	山东玲珑	20573573
6	双钱集团	712142	山东玲珑	16026	南京锦湖	13597103
7	青岛双星	653996	三角集团	14946	江苏韩泰	9816615
8	风神轮胎	605253	江苏通用	12936	广州华南	8543692
9	贵州轮胎	429803	泸河集团	12031	固铂成山	7267946
10	兴源集团	428288	中国佳通	6264	山东三工	6710762

(资料来源：轮胎协会，齐鲁证券研究所)

从经济效益角度看，受金融危机影响，从 07 年 11 月开始，我国轮胎生产企业销售收入同比增长率出现下滑趋势，到了 09 年 2 月份甚至出现了负增长，利润也同比出现下降，09 年 2 月份利润总额同比减少了 8.1 亿元。

图 3：我国轮胎行业销售收入增长率图


(资料来源：WIND，齐鲁证券研究所)

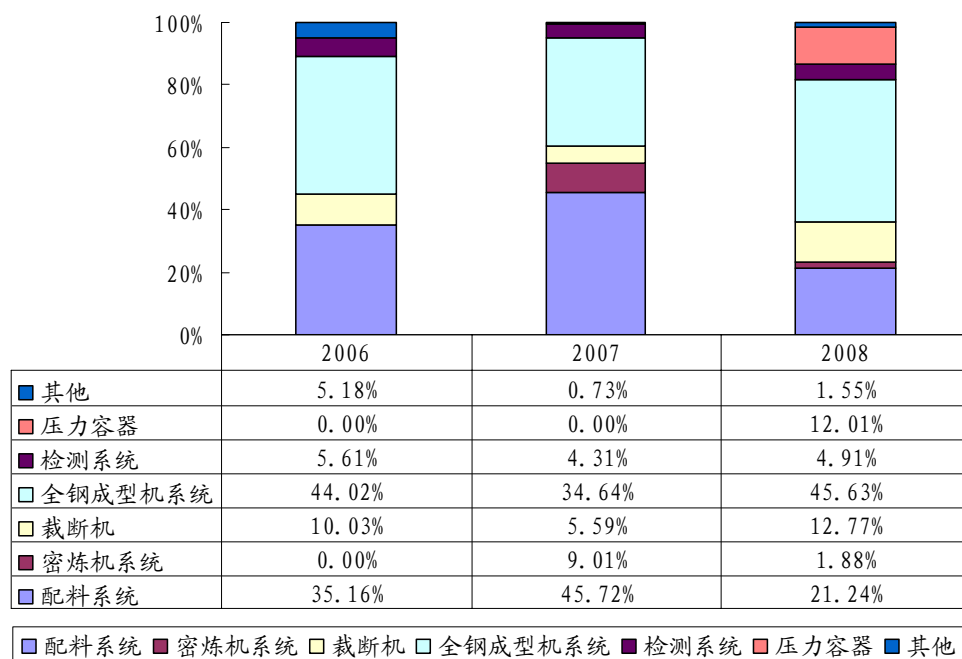


三、垄断优势保证公司 09 年 30% 的增长

1、全钢成型机和配料系统是公司核心产品

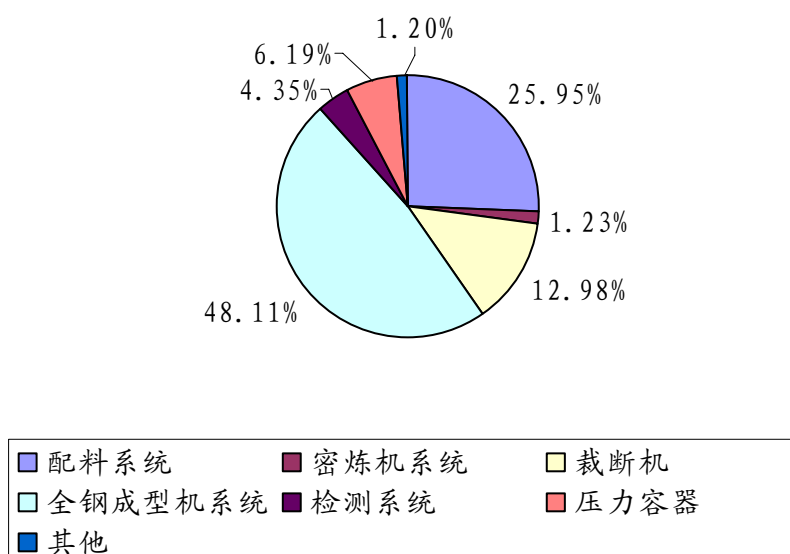
配料系统和成型机系统是公司的主打产品，合计收入占到总收入的 68%，全钢成型机贡献的利润几乎达到 50%。

图 4：青岛软控收入构成图



（资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所）

图 5：青岛软控 2008 年利润构成图



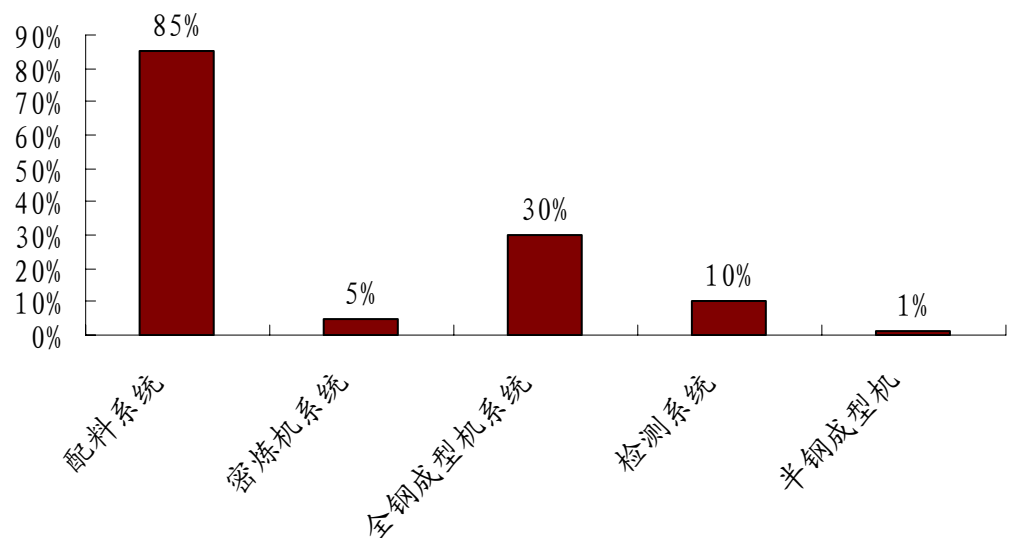
（资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所）



2、配料系统最具垄断性

配料系统是通过高灵敏度的传感器提供高精度添加，运用配料技术、称量技术、拱破技术以及模糊控制原理实现混料连续性输送、可计量性和记录可跟踪性。在橡胶机械行业，过去配料系统市场均由国外厂商所占据，公司的配料系统研制成功后，关键技术已经达到国际领先水平，并在个性化、售后服务和销售价格上具有明显优势，并成功实现进口替代，目前在该市场中拥有 85% 的市场占有率。而配料系统不仅用于轮胎制造业，还可以应用于化工，食品，医药等领域，公司的配料系统还成功地应用在了人民币印刷上。5 月 11 日公司公告与青岛伊科斯新材料股份有限公司签订金额为 26100 万元的合同。合同项目是交钥匙工程，除土建施工外，项目的设计、设备制造、设备材料采购、安装等均由公司全部承包。项目工期为 1 年，到 2010 年 4 月 30 日工程结束。该份合同的签订表明公司跨行业发展取得实质性的突破，给公司带来长期投资价值。

图 6：青岛软控各主要产品 2007 年市场占有率



(资料来源：齐鲁证券研究所)

3、订单充裕，确保增长

订单虽然不能说明所有问题，但是至少可以反应公司业务的景气度。公司 08 年新签的订单较 07 年下降了 10.35%，合计达 120286 万元，这主要是受经济危机影响，全球汽车业萧条，公司配料系统、成型系统、橡胶产品的订单数量有所减少，其他新产品、压力容器产品订单有所增加。由于公司产品生产周期较长。存在较多的跨期订单现象，其中跨期 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，这些合计达 95517 万元，在手订单确保了公司 09 年 4.68% 的增长。


表 6: 青岛软控 08 年订单签署及执行情况

	2008	2007	同比增减幅(%)	跨期执行金额
配料系统	23353	30159	-22.57	10706
成型系统	45894	60375	-23.99	17790
检测系统	8296	6425	29.12	6419
密炼机	8207	6020	36.33	3976
橡胶产品	15916	18522	-14.07	9583
压力容器	17542	11396	53.93	7136
其他	1078	1276	-15.52	801
合计	120286	134173	-10.35	56411

(资料来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所)

4、 增发项目将增加公司长期价值

公司的增发项目是要在青岛胶州建设集科研制造于一体的高水平装备科研制造基地, 主要包括科研中心、数字化轮胎装备与物料输送配料科研制造基地、压力容器科研制造基地的工程建设、公用设施建设, 以及实验、试验、开发仪器设备、产品制造设备的购置等。

科研中心的主要功能在于配料系统的跨行业应用, 通过研制新一代的配料系统, 使之不仅适用于橡胶物料的配送, 也同样适用于医药、化工、食品、印钞、电力、冶金等企业物料的装卸领域。

数字化轮胎装备与物料输送配料科研制造基地的主要功能在于外协生产自产化。公司目前的生产模式为外协生产为主的生产模式, 即公司负责主营产品设计、软件开发以及产品组装检验, 构成产品的主要部件采购或委托外协加工。外协产量约占总产量的 88%, 自主产量不足总产量的 12%, 项目建成后使得公司自主生产产量占公司总产量的 30%-40%。

压力容器科研制造区主要负责公司压力容器产品的生产制造, 公司的压力容器产品主要应用于现代化化工、化肥、炼油、啤酒、热电、制药、科研、军工、环保等各个领域的技术装备, 项目建成后产量将达到 10000 吨/年。


表 7：数字化轮胎装备与无聊输送配料基地 2012 年达产产量

序号	产品名称及型号		产量（套）
1	成型设备	全钢三鼓成型机	24
		全钢两鼓成型机	13
		半钢一次法成型机	45
2	橡胶机械	90 度截断机	7
		小角度裁断机	6
		内层层压生产线	7
3	检测设备	轿车动平衡试验机	4
		轿车均匀性试验机	9
		载重均匀性试验机	6
		轮胎全息照相设备	10
		载重动平衡试验机	4
		X 光机	4
4	密炼设备	密炼机	5
	合计		148

（资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所）

根据公司测算，项目的投资利润率为 25.23%，高于目前的净资产收益率 19.18%，因此项目可以提高公司价值。

四、公司财务分析

1、负债率在合理范围内波动

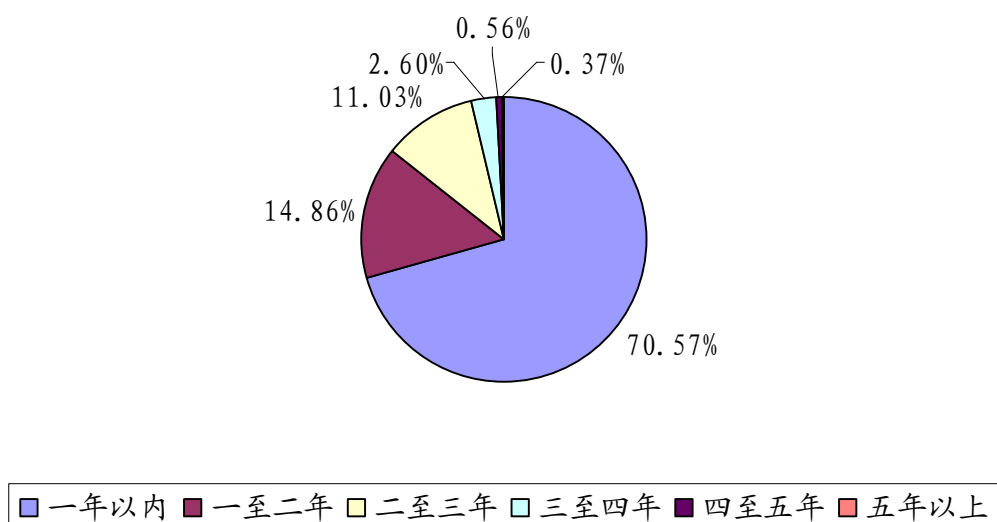
公司偿债能力较强，无论是短期偿债能力还是长期偿债能力均表现出了较好的迹象，这与公司的稳健经营密切相关，公司专注于在轮胎设置制造业做强做大，财务上的表现就是稳健。2008 年末，公司的资产负债率为 44%，2009 年一季度末下降到 42.76%。08 年末，公司速动比率为 1.24，09 年一季度末为 1.29。


表 8：公司偿债能力分析表

	2006	2007	2008	2009. Q1
资产负债率	34.97%	43.7%	44.09%	42.76%
流动比率	2.54	1.91	1.78	1.8
速动比率	2.18	2.03	1.24	1.29
权益乘数	1.54%	1.78%	1.79%	1.75%
利息保障倍数	9.58	32.31	22.41	

（资料来源：WIND，齐鲁证券研究所）

公司应收账款 08 年绝对额增加了 86%，占总资产的比例由 17.27% 上升至 26.25%，从结构上看，一年以内的应收账款占到 70%，5 年以上的仅占 0.37%，总体上公司应收账款存在坏账的比例非常小。

图 7：08 年末应收账款结构组成图


（资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所）

公司 08 年期末存货余额 48266.52 万元，增长了 16.84%，存货绝对额增加主要是公司产能扩大，在产品相应增加所致。在产品 08 年末余额为 37248.37 万元，占总资产的 17.87%，而原材料占比远小于在产品，高价原材料消化基本完毕。



2、营运能力分析

公司在资产周转方面并不出色，总资产周转率为 0.48，流动资产周转率为 0.6，均不到 1，对于公司的盈利不利。在存货和应收账款方面，公司的周转较为理想。

表 9：营运能力数据表

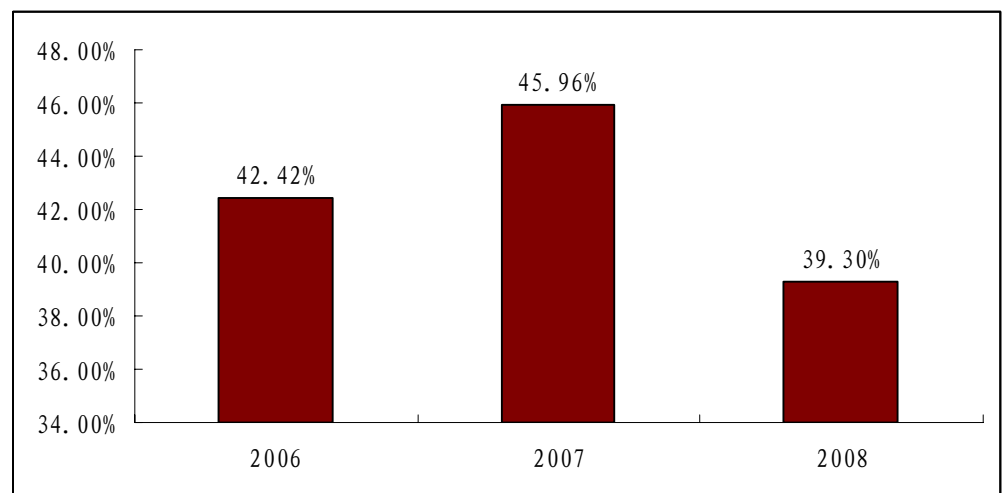
	2006	2007	2008
存货周转率	1.58	0.95	1.24
应收账款周转率	4.38	2.6	2.17
流动资产周转率	0.45	0.4	0.6
固定资产周转率	3.4	3.67	4.46
总资产周转率	0.38	0.34	0.48

（资料来源：WIND，齐鲁证券研究所）

3、盈利能力分析

毛利率可以反映公司的经营状况，以及产品的盈利能力。公司 2008 年毛利率为 39.3%，维持在一个较高的水平上，相比 2007 年下降了 6.66 个百分点，主要是因为压力容器及部分其他产品的毛利率低于橡胶机械产品毛利率，而公司配料系统和成型机系统等主要产品的毛利率保持基本稳定。公司的机械产品能够维持 40%左右的毛利率，主要是因为嵌套了软件，我们认为在未来 2 至 3 年里公司均能维持 40%的毛利率。

图 8：青岛软控毛利率变化图

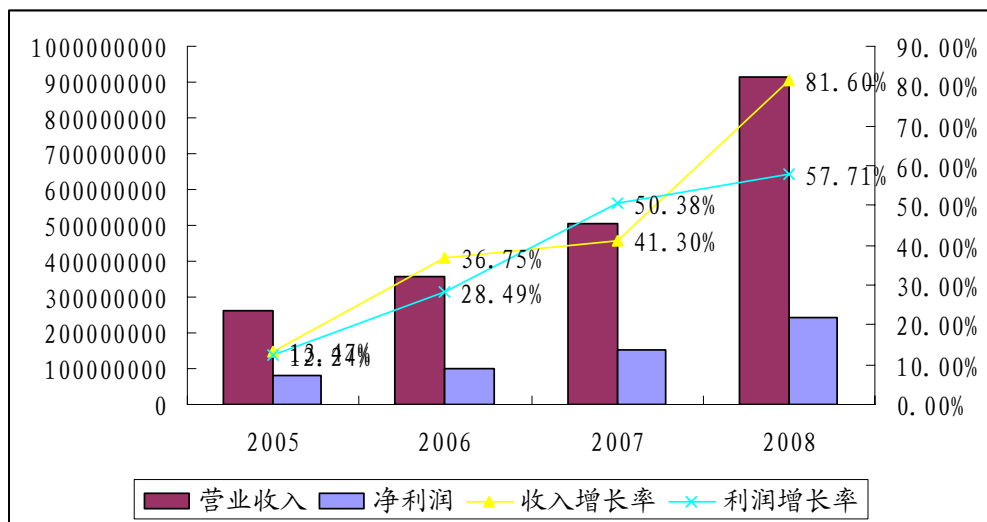


（资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所）



公司最近 3 年的收入和利润均出现了高速增长，08 年收入增长率高达 81.6%，利润增幅也达 57.71%，我们有理由相信 2009 年公司的增长率可以达到 30%。

图 9：青岛软控收入和利润增长图



(资料来源：公司年报，齐鲁证券研究所)

五、绝对估值

估值假设：我们合理地假设公司 09 年营收收入增长率达到 30%，2010 年和 2012 年随着公司增发项目的完成，增长率分别达到 30%和 40%。

公司毛利率在 09 年有所上升，之后两年回落至至 08 年水平。

β 值取 1.13，取值来源于 WIND 计算。过渡期年数设为 5 年，永续增长率为 5%，无风险利率为 2.25%，市场组合报酬为 10.5%，有效税率取 25%。

FCFF 模型得到公司的合理价值为 28.5 元。



附表:

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	355.61	502.46	912.49	1186.24	1660.74	2491.11
增长率(%)	40.49%	41.30%	81.60%	30.00%	40.00%	50.00%
归属母公司股东净利润	88.98	143.33	224.07	291.37	325.79	507.93
增长率(%)	27.80%	61.08%	56.34%	30.03%	11.81%	55.91%
每股收益(EPS)	0.270	0.434	0.679	0.883	0.987	1.539
每股股利(DPS)	0.000	0.043	0.043	0.048	0.054	0.084
销售毛利率	42.42%	45.96%	39.30%	43.00%	38.00%	39.00%
销售净利率	24.70%	28.53%	24.56%	24.56%	19.62%	20.39%
净资产收益率(ROE)	10.73%	14.95%	19.18%	20.18%	18.59%	22.75%
投入资本回报率(ROIC)	40.91%	45.05%	50.04%	32.23%	24.09%	25.46%
市盈率(P/E)	78.43	48.69	31.14	23.95	21.42	13.74
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	355.61	502.46	912.49	1186.24	1660.74	2491.11
减: 营业成本	204.76	271.53	553.87	676.16	1029.66	1519.58
营业税金及附加	2.69	4.68	6.00	9.27	12.98	19.48
营业费用	6.61	8.96	14.46	20.67	28.94	43.41
管理费用	43.59	75.54	113.61	157.14	219.99	329.99
财务费用	10.47	0.07	7.95	-0.75	7.17	14.29
资产减值损失	-2.64	20.02	32.75	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.70	121.66	183.87	323.75	361.99	564.36
加: 其他非经营损益	13.29	31.71	58.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.98	153.37	241.88	323.75	361.99	564.36
减: 所得税	14.16	10.04	17.80	32.37	36.20	56.44
净利润	87.83	143.33	224.07	291.37	325.79	507.93
减: 少数股东损益	-1.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	88.98	143.33	224.07	291.37	325.79	507.93
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	609.35	494.00	485.55	76.59	16.61	24.91
应收和预付款项	341.64	540.40	706.60	1112.72	1458.33	2391.04
存货	158.65	413.10	482.67	593.55	1045.32	1373.33
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06
投资性房地产	0.07	19.62	19.04	19.04	19.04	19.04
固定资产和在建工程	109.94	191.55	294.71	564.71	964.10	852.21
无形资产和开发支出	57.43	73.23	145.43	145.43	145.43	145.43
其他非流动资产	1.04	0.82	0.46	0.23	0.00	0.00



资产总计	1281.19	1736.78	2138.51	2516.33	3652.88	4810.02
短期借款	156.00	92.00	210.00	0.00	105.54	147.43
应付和预收款项	283.82	681.12	746.26	1058.54	1593.24	2325.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	188.22	91.11
其他负债	12.10	5.06	13.82	13.82	13.82	13.82
负债合计	451.92	778.18	970.08	1072.36	1900.82	2577.63
股本	71.24	142.47	284.94	284.94	284.94	284.94
资本公积	465.07	394.09	251.62	251.62	251.62	251.62
留存收益	292.96	422.05	631.87	907.42	1215.51	1695.84
归属母公司股东权益	829.27	958.60	1168.43	1443.98	1752.07	2232.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	829.27	958.60	1168.43	1443.98	1752.07	2232.40
负债和股东权益合计	1281.19	1736.78	2138.51	2516.33	3652.88	4810.02
财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	42.42%	45.96%	39.30%	43.00%	38.00%	39.00%
三费/销售收入	17.06%	16.83%	14.91%	14.93%	15.42%	15.56%
EBIT/销售收入	31.60%	30.32%	27.08%	27.23%	22.23%	23.23%
EBITDA/销售收入	34.85%	32.44%	29.18%	30.19%	26.18%	27.72%
销售净利率	24.70%	28.53%	24.56%	24.56%	19.62%	20.39%
资产获利率						
ROE	10.73%	14.95%	19.18%	20.18%	18.59%	22.75%
ROA	8.77%	8.77%	11.56%	12.84%	10.11%	12.03%
ROIC	40.91%	45.05%	50.04%	32.23%	24.09%	25.46%
增长率						
销售收入增长率	40.49%	41.30%	81.60%	30.00%	40.00%	50.00%
EBIT 增长率	29.58%	35.57%	62.21%	30.69%	14.29%	56.75%
EBITDA 增长率	42.87%	31.55%	63.34%	34.51%	21.40%	58.82%
净利润增长率	26.62%	63.19%	56.34%	30.03%	11.81%	55.91%
总资产增长率	109.95%	35.56%	23.13%	17.67%	45.17%	31.68%
股东权益增长率	208.22%	15.60%	21.89%	23.58%	21.34%	27.42%
经营营运资本增长率	50.06%	26.08%	62.98%	45.89%	40.54%	57.93%
资本结构						
资产负债率	35.27%	44.81%	45.36%	42.62%	52.04%	53.59%
投资资本/总资产	29.62%	32.34%	42.18%	54.81%	56.01%	51.37%
带息债务/总负债	34.52%	11.82%	21.65%	0.00%	15.45%	9.25%
流动比率	2.52	1.87	1.75	1.68	1.48	1.53
速动比率	2.16	1.34	1.25	1.12	0.87	0.98
股利支付率	0.00%	9.94%	6.36%	5.43%	5.43%	5.43%
收益留存率	100.00%	90.06%	93.64%	94.57%	94.57%	94.57%
资产管理效率						
总资产周转率	0.28	0.29	0.43	0.47	0.45	0.52
固定资产周转率	3.50	2.92	3.85	4.57	3.33	2.92
应收账款周转率	1.18	1.10	1.55	1.20	1.36	1.19
存货周转率	1.29	0.66	1.15	1.14	0.99	1.11



业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	112.39	152.36	247.14	323.00	369.16	578.66
EBITDA	123.92	163.02	266.27	358.15	434.80	690.55
NOPLAT	85.23	113.89	176.60	290.70	332.25	520.79
净利润	88.98	143.33	224.07	291.37	325.79	507.93
EPS	0.270	0.434	0.679	0.883	0.987	1.539
BPS	2.513	2.905	3.541	4.376	5.310	6.766
PE	78.43	48.69	31.14	23.95	21.42	13.74
PEG	1.62	1.55	0.99	N/A	N/A	N/A
PB	8.41	7.28	5.97	4.83	3.98	3.13
PS	19.62	13.89	7.65	5.88	4.20	2.80
PCF	230.28	141.26	141.89	57.65	51.34	66.20
EV/EBIT	9.40	17.17	23.31	18.46	17.12	10.83
EV/EBITDA	8.53	16.05	21.63	16.65	14.54	9.07
EV/NOPLAT	12.40	22.97	32.62	20.51	19.02	12.03
EV/IC	2.78	4.66	6.39	4.32	3.09	2.54
ROIC-WACC	31.20%	35.34%	40.33%	21.87%	13.34%	
股息率	0.000	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004



投资评级说明

类别	级别	定义
公 司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行 业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791