

短期冲击有限，长期提升价值

美国通过轮胎特保案影响点评

报告摘要：

- **事件。**美国总统奥巴马11日决定，对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车实施为期三年的惩罚性关税，税率为第一年35%，第二年30%，第三年25%，该案将于9月26日生效。
- **该案短期对公司业绩影响不大。**首先，该案主要针对小轿车和轻卡，目前公司的产品结构仍然以全钢子午线载重轮胎生产设备为主；其次，08年我国对美轮胎出口22亿美元，其中外资企业贡献了其中的近70%，而公司目前销售收入仍然主要来自于国内大中型轮胎企业，而国内企业出口全钢载重子午线轮胎比重较高，小轿车和轻卡胎比重并不算高，因此对美出口受限对公司主要客户销售额的影响并不大；再次，金融危机以来轮胎企业投资更为理性，尽管有特保案的预期，但主要企业投资并未出现推迟或放缓，公司7、8月份订单均保持了良好的增长态势，月均订单超过2个亿，这表明轮胎企业投资并未受到特保案影响，轮胎企业投资需求与对美出口关系并不大。
- **短期心理层面会有一定冲击。**尽管就该案本身而言，对公司订单影响有限，但在心理层面会产生一定的冲击，另外，根据WTO规则，如果奥巴马批准了对中国的特保制裁，相关国家可以直接援引美国的制裁方案。近期已经有部分其他国家针对我国轮胎开展反倾销调查，如果其他主要出口目的地国家也对中国轮胎进行相应的限制，则有可能使公司订单受到一定影响。
- **长期有助于公司产品销售。**从长期来看，特保案的通过将促使国内轮胎企业加快产品结构调整步伐，提高中高端轮胎的生产比重，同时进一步有效降低生产成本。而公司凭借领先的技术实力和产品性价比优势，以及公司一贯坚持的提升中国轮胎工业的使命感，使得公司设备将更多的占据未来中高端扩建产能的市场份额。事实上，公司新型密炼设备、液压式硫化机和一次法半钢成型机等新产品均是市场现有设备的升级产品，在国内轮胎企业产品结构升级调整过程中将有望爆发性增长。
- **维持买入-A投资评级。**我们认为，公司保持高速增长的主要逻辑在于现有产品市场份额的持续提升，新产品和新市场（海外市场、配料系统跨行业应用）拓展带来的爆发性增长，因此只要轮胎企业投资需求不出现休克性萎缩，公司保持高速增长仍将是比较确定的。只要美国对中国轮胎的反倾销不扩散到更多的轮胎进口国，该案对公司订单和业绩将不会产生太大的负面影响。我们依然维持对公司09、10年0.97和1.41元的盈利预测，维持买入-A的投资评级，6个月目标价格35元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
35.00 元

期限： 6个月 上次预测： 35.00 元

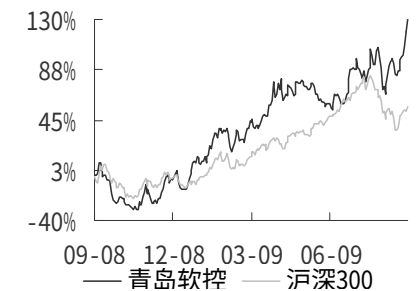
现价： 27.96 元

报告日期：
2009-09-13

市场数据

总市值(百万元)	9,225.12
流通市值(百万元)	5,246.49
总股本(百万股)	329.94
流通股本(百万股)	187.64
12个月最高/最低	8.29/27.99 元
十大流通股东(%)	25.70%
股东户数	17,582

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	22.48	32.47	74.09
绝对收益	16.59	43.89	129.93

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	1,257.9	1,890.3	2,624.1
Growth(%)	41.3%	81.6%	37.9%	50.3%	38.8%
净利润	143.3	224.1	319.4	464.0	643.2
Growth(%)	61.1%	56.3%	42.5%	45.3%	38.6%
毛利率(%)	46.0%	39.3%	39.4%	39.7%	39.8%
净利润率(%)	28.5%	24.6%	25.4%	24.5%	24.5%
每股收益(元)	0.43	0.68	0.97	1.41	1.95
每股净资产(元)	2.91	3.54	6.20	7.46	9.22
市盈率	64.4	41.2	28.9	19.9	14.3
市净率	9.6	7.9	4.5	3.7	3.0
净资产收益率(%)	15.0%	19.2%	15.6%	18.8%	21.1%
ROIC(%)	34.7%	37.5%	32.3%	33.6%	32.0%
EV/EBITDA	27.9	37.4	26.0	17.7	12.4
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%

前期研究成果

- 青岛软控：加速向全球冠军迈进
2009-08-25
- 青岛软控：下半年重回高增长轨道
2009-08-17
- 青岛软控：向全球隐形冠军迈进
2009-06-25

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2009-9-11	
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	1,257.9	1,890.3	2,624.1	成长性					
减:营业成本	271.5	553.9	761.9	1,139.1	1,580.1	营业收入增长率	41.3%	81.6%	37.9%	50.3%	38.8%
营业税费	4.7	6.0	10.1	15.1	21.0	营业利润增长率	37.2%	51.1%	61.5%	54.1%	43.5%
销售费用	9.0	14.5	20.1	30.2	42.0	净利润增长率	61.1%	56.3%	42.5%	45.3%	38.6%
管理费用	75.5	113.6	151.0	226.8	314.9	EBITDA 增长率	19.4%	60.0%	58.0%	50.2%	43.3%
财务费用	0.1	7.9	8.4	4.1	4.5	EBIT 增长率	22.8%	57.6%	59.1%	51.3%	43.2%
资产减值损失	20.0	32.7	14.7	27.3	25.0	NOPLAT 增长率	48.1%	61.4%	41.3%	43.1%	38.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.3%	64.0%	37.7%	45.1%	29.2%
投资和汇兑收益	-	-	5.0	10.0	20.0	净资产增长率	15.6%	21.9%	75.0%	20.4%	23.5%
营业利润	121.7	183.9	296.9	457.6	656.6	利润率					
加:营业外净收支	31.7	58.0	58.0	58.0	58.0	毛利率	46.0%	39.3%	39.4%	39.7%	39.8%
利润总额	153.4	241.9	354.9	515.6	714.6	营业利润率	24.2%	20.1%	23.6%	24.2%	25.0%
减:所得税	10.0	17.8	35.5	51.6	71.5	净利润率	28.5%	24.6%	25.4%	24.5%	24.5%
净利润	143.3	224.1	319.4	464.0	643.2	EBITDA/营业收入	26.0%	22.9%	26.2%	26.2%	27.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.2%	21.0%	24.3%	24.4%	25.2%
货币资金	453.8	420.7	940.6	778.1	823.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	81	69	69	78
应收帐款	319.0	557.8	689.1	1,046.7	1,468.4	流动营业资本周转天数	215	180	191	189	203
应收票据	164.0	39.0	344.6	517.9	718.9	流动资产周转天数	898	595	611	571	526
预付帐款	57.5	109.8	109.8	109.8	109.8	应收帐款周转天数	140	166	177	164	170
存货	413.1	482.7	601.1	898.8	1,246.8	存货周转天数	206	182	162	149	153
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	775	713	646
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	369	321	344	325	318
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%	15.6%	18.8%	21.1%
投资性房地产	19.6	19.0	20.0	20.0	20.0	ROA	8.4%	10.7%	9.6%	11.1%	12.3%
固定资产	172.0	236.9	247.1	481.6	660.1	ROIC	34.7%	37.5%	32.3%	33.6%	32.0%
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%	1.6%	1.6%
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%	12.0%	12.0%
资产总额	1,702.7	2,089.7	3,323.6	4,168.0	5,246.3	财务费用率	0.0%	0.9%	0.7%	0.2%	0.2%
短期债务	92.0	210.0	208.6	206.5	204.5	三费/营业收入	16.8%	14.9%	14.3%	13.8%	13.8%
应付帐款	214.5	226.1	448.8	671.0	930.8	偿债能力					
应付票据	210.3	281.1	417.5	624.2	865.8	资产负债率	43.7%	44.1%	38.5%	40.9%	42.0%
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%	62.6%	69.3%	72.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	1.77	2.11	1.97	1.98
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	1.61	1.41	1.39
负债总额	744.1	921.3	1,279.0	1,705.8	2,205.2	利息保障倍数	1,700.44	24.13	36.47	111.89	147.35
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	0.14	0.19
留存收益	816.1	883.5	1,714.7	2,132.3	2,711.2	分红比率	9.9%	6.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	958.6	1,168.4	2,044.6	2,462.3	3,041.1	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
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	319.4	464.0	643.2	EPS(元)	0.43	0.68	0.97	1.41	1.95
加:折旧和摊销	10.7	19.1	24.7	33.7	48.8	BVPS(元)	2.91	3.54	6.20	7.46	9.22
资产减值准备	20.0	32.8	14.7	27.3	25.0	PE(X)	64.4	41.2	28.9	19.9	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.6	7.9	4.5	3.7	3.0
财务费用	10.3	4.8	7.6	8.4	4.1	P/FCF	-	-175.3	-145.9	-55.3	181.6
投资收益	-	-	-5.0	-10.0	-20.0	P/S	18.4	10.1	7.3	4.9	3.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	27.9	37.4	26.0	17.7	12.4
营运资金的变动	-157.1	-223.6	-255.0	-426.9	-494.3	CAGR(%)	47.9%	42.1%	38.4%		
经营活动产生现金流量	48.3	46.5	107.2	92.3	207.2	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-18.7	-174.7	-196.0	-193.1	-82.1	ROIC/WACC	4.0	4.3	3.7	3.9	3.7
融资活动产生现金流量	-175.3	97.0	547.0	-52.6	-70.8	REP	1.5	1.8	1.6	1.1	0.9

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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@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