

青岛软控 (002073.SZ)

2010 年继续保持稳步增长

惠毓伦 研究员

电话: 020 - 87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

新型智能密炼机正在试用

在现有轮胎制造工艺流程中,密炼工艺所需时间较长,公司革新和开发了新的密炼设备,新设备可大大减少密炼工艺所需时间,把两次密炼改进成一次密炼,可大幅度提高生产效率和降低生产成本。目前该新型密炼设备正在青岛赛轮公司进行试用,若试用效果良好,该新型的密炼设备将在 2010 年中期开始销售,由于公司的产品中密炼机所占比例较小且不稳定,我们认为有可能通过具有较高技术含量的一次密炼设备来快速提高市场占有率,并成为公司新的增长点。

跨行业应用继续推进

公司配料称量输送系统具有世界先进水平,掌握着根据不同需求,采取不同输送方式的一流技术,因此跨行业应用不仅可用于化工领域,还可以应用到任何需要配料称量输送的其它行业领域,如食品、冶金、医药、电力等行业,公司 2009 年增发募集资金项目建成后,将加快智能配料技术应用向其它行业拓展速度。

2010 年继续保持较快增长

公司产品中,检测设备、裁断机/内衬层系统增长较快,基于前面的分析,新型密炼机将可能在 2010 年下半年开始销售,对公司收入的增长将起到积极推动作用,其它产品预计将保持稳步增长,综合分析,预计公司 2010 年将继续保持 30%左右的增长幅度。

维持买入评级

预测 2009—2011 年 EPS 分别为 0.602 元、0.794 元和 0.961 元,对应动态市盈率分别为 40.79 倍、30.94 倍和 25.56 倍,维持买入的投资评级,未来 12 个月合理目标位 27.80 元。

风险提示

主要风险为机械加工能力不足的风险和快速扩张后的管理水平能否同步提高的风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	24.55
目标价格(元)	27.80
前次评级	买入

股价走势

青岛软控(002073)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.56%	55.61%	213.09%
上证综指	-7.76%	27.00%	105.60%

股票数据

总股本(万股)	49,491.00
流通 A 股(万股)	28,146.40
主要股东:	
	袁仲雪
主要股东持股比例	12.91%
流通 A 股比例	56.87%

财务比率

ROE	19.18%
ROA	10.72%
资产负债率	44.09%
每股净资产(元)	4.10

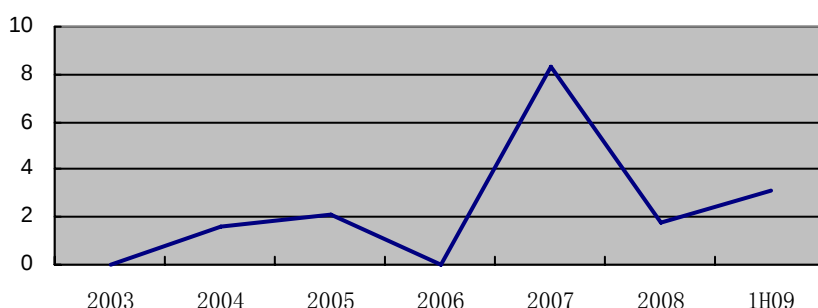
2008 年报数据。

新型智能密炼机正在试用

在现有轮胎制造工艺流程中，密炼工艺需进行两次，所需时间较长，为了提高密炼工艺的效率及降低成本，公司革新和开发了新的密炼设备，新设备可大大减少密炼工艺所需时间，把两次密炼改进成一次密炼，可大幅度提高生产效率和降低生产成本。目前该新型密炼设备正在青岛赛轮公司进行试用，若试用效果良好，这种新型的密炼设备将开始销售，由于公司的产品中密炼机所占比例较小且不稳定，我们认为有可能通过具有较高技术含量的一次密炼设备来快速提高市场占有率，并成为公司新的增长点。

图1：密炼机在收入中所占比例

单位：%



数据来源：公司报表，招股说明书

跨行业应用继续推进

2009上半年公司承接的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/年项目预计2010年4月底完成，根据伊科思公司规划，后续还会继续进行项目的建设。除化工行业外，公司还具有食品、热电行业项目的实施经验，目前跨行业应用正继续推进。

公司主营业务一直为面向橡胶行业提供应用软件及数字化装备，该项目的实施标志着青岛软控的核心技术已经由原先的橡胶轮胎子行业应用到化工行业其它领域，核心技术跨行业系统应用，大大拓展了公司发展空间，有利于公司保持持续的快速增长。

公司配料称量输送系统具有世界先进水平，掌握着根据不同需求，采取不同输送方式的一流技术，因此跨行业应用不仅可用于化工领域，还可以应用到任何需要配料称量输送的其它行业领域，如食品、冶金、医药、电力等行业，公司2009年增发募集资金项目建成后，将加快智能配料技术应用向其它行业拓展速度。

我们认为目前公司跨行业发展刚刚开始，未来具有很大的发展空间。

2010年继续保持稳步增长

公司的应用软件及橡胶装备主要面向橡胶、轮胎行业，近年来，子午线轮胎行业一直保持了较快的发展，但是受全球金融危机的影响，轮胎行业也受到较大冲击，产业由前期的全行业快速扩张转变为理性发展，但目前促进轮胎行业发展的主要因素并未发生根本变化。

美国轮胎特保案主要影响轿车轮胎和轻卡轮胎，在软控的产品结构中面向这一领域的产品比例较小，因此对青岛软控的影响也有限。

公司产品中，检测设备、裁断机/内衬层系统增长较快，基于前面的分析，新型密炼机将可能在2010下半年开始销售，对公司收入的增长将起到积极推动作用，其它产品预计将保持稳步增长，综合分析，预计公司2010年将继续保持30%左右的增长幅度。

维持买入投资评级

预测 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.602 元、0.794 元和 0.961 元，对应市盈率 2009 年为 40.79 倍，2010 年为 30.94 倍，2011 年为 25.56 倍。

根据表 2 对行业优秀公司的估值比较，2010 年行业优秀公司的平均预测市盈率在 37 倍左右。

表1: 青岛软控及部分软件行业公司业绩预测与评级

名称/类别	09EPS	10EPS	11EPS	评级
青岛软控	0.602	0.794	0.961	买入
用友软件	0.89	0.635	0.77	买入
科大讯飞	0.513	0.774	1.149	买入
东软集团	0.652	0.807	0.954	买入
新大陆	0.196	0.290	0.358	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

公司作为国家规划布局内重点软件企业、国家重点高新技术企业和国家火炬计划软件产业基地骨干企业，是橡胶轮胎 937 信息化应用领域的龙头企业，在核心应用软件方面具有世界先进水平，目前公司的价值逐步被认可，股价已经进入到合理价位，考虑到公司质地优良，还具有稳定的成长性因素，维持青岛软控买入的投资评级，按照 2010 年行业优秀公司平均市盈率水平（35 倍）估值，青岛软控未来 12 个月合理目标位 27.80 元。

表2: 青岛软控与部分软件行业公司估值比较

名 称 类 别	P/E			P/B		
	09 P/E	10 P/E	11P/E	09 P/B	10 P/B	11P/B
青 岛 软 控	40.78	30.92	25.55	5.91	4.96	4.16
用友软件	31.15	43.65	36.00	8.15	10.12	9.57
科大讯飞	72.12	47.80	32.20	10.80	7.91	5.66
东软集团	36.04	29.12	24.63	5.92	5.14	4.79
新大陆	74.44	50.31	40.75	7.99	7.26	6.71
平 均	50.91	40.36	31.83	7.75	35.17	27.55
	45.02*	37.87*	29.60*			

数据来源: 广发证券发展研究中心 *表示剔除新大陆后的平均值

风险提示

机械加工能力不足的风险

公司产品以软件为核心, 设备为载体, 公司在机械加工方面一直相对比较薄弱, 机械部件的外协加工比例依然较高。随着产品种类增多尤其是随着成型机等对机械加工水平要求比较高的设备的推出, 公司产品结构发生变化, 逐渐出现加工能力不足的现象, 特别是随着成型机、检测设备等新产品订单量的不断攀升, 当前大量依赖外协委托加工导致生产能力不足、交货延期、技术泄密和产品质量无法保障工艺路线难以控制和优化等问题日益突出。因此, 目前机械产品加工能力不足和大量依赖外协加工的生产方式成为制约公司长期发展的瓶颈, 同时也是公司发展过程中亟待解决的关键问题。

公司已经实施的非公开增发, 募集资金主要是解决机械加工能力问题。

快速扩张后的管理风险

公司的业务规模迅速扩大, 对公司管理层的管理与协调能力提出了更高的要求。历史经验表明, 一个公司在快速扩张过程中能否保持管理水平的同步提高是公司稳步发展的重要前提, 因此公司面临着快速扩张后的管理风险。

利润预测

预测假设

表3: 主要产品及收入业绩预测假设

单位: %

产 品	2009E		2010E		2011E	
	增长率	毛利率	增长率	毛利率	增长率	毛利率
配料系统	11	49	10	48	8	49
密炼机系统	30	30	39	29	40	34
成型机系统	5	39	25	38	28	40
裁断机/内衬层系统	80	39	66	38	45	28
检测产品	126	45	85	41	68	34
压力容器	64	19	50	19	30	18
其它	1000	45	60	42	80	40

数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 利润表预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	502.46	912.49	1,245.24	1,760.38	2,463.03
减: 营业成本	271.53	553.87	760.84	1,105.70	1,606.65
减: 营业税金及附加	4.68	6.00	9.53	13.33	18.31
减: 营业费用	8.96	14.46	19.43	27.29	38.26
减: 管理费用	75.54	113.61	164.37	227.09	320.19
减: 财务费用	0.07	7.95	-8.79	-13.90	-10.69
减: 资产减值损失	20.02	32.75	28.50	29.92	29.45
营业利润	121.66	183.87	271.35	370.95	460.85
加: 营业外收入	33.68	59.71	51.03	53.93	52.96
减: 营业外支出	1.97	1.70	1.79	1.76	1.77
利润总额	153.37	241.88	320.59	423.11	512.04
减: 所得税	10.04	17.80	22.72	30.38	36.60
净利润	143.33	224.07	297.87	392.74	475.44
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	143.33	224.07	297.87	392.74	475.44
总股本	142.47	284.94	494.91	494.91	494.91
全面摊薄 EPS(元)	0.290	0.453	0.602	0.794	0.961

数据来源: 广发证券发展研究中心

表5: 资产负债表预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	453.80	420.67	666.82	577.33	520.87
应收账款	293.98	548.52	744.78	1,050.23	1,473.11
其他应收账款	24.99	0.00	19.29	20.00	18.31
存货	413.10	482.67	777.50	1,161.19	1,689.66
流动资产合计	1,407.31	1,609.93	2,726.87	3,537.30	4,675.19
投资性房地产	19.62	19.04	19.33	19.19	19.26
长期股权投资	4.06	4.06	6.36	6.07	5.50
固定资产	172.03	236.94	359.50	498.38	607.14
在建工程	19.52	57.77	37.09	29.55	27.56
无形资产	63.71	135.90	178.77	223.00	275.49
非流动资产合计	295.36	479.80	621.77	798.99	956.03
资产总计	1,702.67	2,089.73	3,348.64	4,336.29	5,631.22
短期借款	92.00	210.00	157.49	160.00	162.45
应付票据	210.32	281.14	371.67	611.96	933.53
应付账款	203.85	208.62	386.21	566.45	815.56
预收账款	256.26	239.04	388.99	566.98	809.15
流动负债合计	748.04	907.02	1,283.71	1,877.07	2,696.78
预计负债	3.91	6.57	5.00	5.34	5.43
递延所得税负债	0.54	0.47	0.50	0.49	0.49
其他非流动负债	1.15	7.25	5.22	5.90	5.67
加: 其他	0.00	0.00	-0.82	-0.27	-0.36
非流动负债合计	5.60	14.29	9.90	11.45	11.23
负债总额	753.63	921.30	1,293.60	1,888.51	2,708.01
归属母公司股东权益合计	949.03	1,168.43	2,055.04	2,447.78	2,923.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	1,702.67	2,089.73	3,348.64	4,336.29	5,631.22

数据来源: 广发证券发展研究中心

表6: 现金流量表预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
归属于母公司所有者净利润	143.33	224.07	297.87	392.74	475.44
经营活动产生的现金流量	71.58	60.99	-133.18	105.27	132.48
投资活动的现金流量	-123.15	-182.55	-165.68	-211.16	-202.09
筹资活动产生的现金流量	-78.12	95.81	545.02	16.40	13.14
期初现金余额	599.62	453.80	420.67	666.82	577.33
期末现金余额	469.93	428.05	666.82	577.33	520.87

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

青岛软控(002073)行情走势



相关研究报告

青岛软控跨 2009 年 3 季度增长明显加快	惠毓伦	2009-10-23
青岛软控跨 2009 上半年稳步增长	惠毓伦	2009-08-17
青岛软控跨行业发展取得重大突破	惠毓伦	2009-05-12
青岛软控 2008 年非公开增发完成	惠毓伦	2009-05-04

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。