

2010-06-28

工业机械

软控股份 002073.SZ

维持

买入

当前价格	15.91 元
目标价格	23.64 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦 (执业证书编号: S0930209050199)

联系人:

裴培

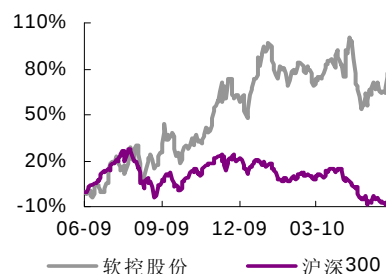
021-22169043

peipei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	742
总市值(百万元)	10,876
流通比例(%)	70.51%
12个月最高/最低(元)	27.99/12.90
近3月日均成交量(百万股)	5.87
主要股东	袁仲雪

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.96	19.18	91.07
绝对收益	10.63	2.74	78.53

相关报告:

轮胎行业景气不减, 跨行业取得阶段性成果
 2010-01-17

节能减排先锋, 再制造业新秀

- ◇ “绿色轮胎”和轮胎翻新产业进入高速发展时期
- ◇ 公司与缅甸 MEC 公司签订 6983 万美元合约, 海外市场拓展初见成效

◆国内轮胎行业的投资高峰还将持续, 出口市场欣欣向荣

受到下游需求和原材料价格的影响, 轮胎企业的利润受到挤压, 但是行业景气并未出现阶段性转折。我们认为国内轮胎需求在近年将保持旺盛, 其投资高峰将至少持续 2-3 年。对于信息化设备供应商而言, 来自轮胎企业的订单仍然非常充裕。

印度、东南亚的轮胎产能高速扩张之中, 由于当地设备制造业薄弱, 中国企业面临极大机遇。今年 6 月公司与缅甸 MEC 签订的订单, 只是出口高潮的开始。

◆“绿色轮胎”正在深入人心, 公司新产品即将贡献收入

在国家政策的促进下, 以低碳经济为号召的“绿色轮胎”日益深入人心, 从生产节能到降低油耗, 为设备厂商提供了广阔的机遇。软控股份的一次密炼机、低温一次法炼胶机等新产品节能效果良好, 即将开始产生收入; 公司的轮胎工厂环保解决方案在试验中表现良好, 有望成为“绿色轮胎”领域的拳头产品。

◆轮胎翻新将成为国家扶持“再制造产业”的重点

在国家发改委等 11 个部委联合发布的再制造产业规划中, 轮胎翻新被列为推动项目。目前我国翻新胎占比仅为 5%, 远低于世界平均水平, 未来几年必将大幅度提高。软控股份是国内少数轮胎翻新设备生产商之一, 通过在赛轮公司的服务网点进行翻新试点, 1-2 年内将开始贡献收入, 3-4 年内有望形成较大的规模。

◆跨行业及软件新热点不断, 业绩持续增长有保证

伊科思抚顺项目 2.5 亿元订单宣告软控股份在化工总包领域再次取得突破, 在跨行业配料系统方面也取得了康师傅等一批优质客户, 近两年将是跨行业收入的高增长期。在软件方面, 公司研发多年的轮胎行业 MES (制造业管理系统) 今年上半年订单增速较快。以上新产品的不断壮大, 是公司业绩持续增长的保证。

◆维持“买入”评级, 目标价位 21.54 元

我们对软控股份 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.65 元, 0.90 元和 1.16 元。我们认为公司未来三年净利润复合增长可达 42.8%, 远超市场一致预期; 若赋予其 0.85 倍 P/E/G, 即 36.4 倍 2010 年 P/E, 得到目标价位 23.64 元。目前公司的股价仅相当于 24.5 倍 2010 年 P/E, 并未体现其高成长性, 还有较大的上升空间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	912	1,128	1,815	2,620	3,451
营业收入增长率	81.60%	23.64%	60.84%	44.40%	31.71%
净利润(百万元)	224	295	479	670	858
净利润增长率	56.34%	31.55%	62.65%	39.69%	28.11%
EPS(元)	0.30	0.40	0.65	0.90	1.16
ROE(归属母公司) (摊薄)	19.18%	14.37%	19.32%	21.75%	22.36%
P/E	49	37	23	16	13
P/B	9	5	4	4	3
EV/EBITDA	21	33	26	19	15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

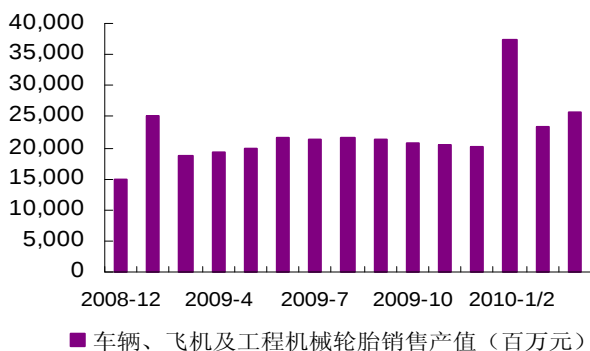
轮胎行业的投资高峰还将持续 2-3 年

2010 年第一季度以来，由于轮胎“补库存化”过程的结束、贸易保护主义的影响以及天然橡胶的涨价，轮胎行业的利润受到了一定程度的挤压。中国橡胶工业协会轮胎分会秘书长蔡为民认为，今年轮胎行业将呈现“前高后低”的局面，收入增速可能在 10% 左右，整体利润可能呈现负增长。一些投资者担心软控股份会受到轮胎行业景气度下滑的影响，甚至进入一个下行周期，我们认为这种担心是不必要的，原因如下：

首先，轮胎橡胶行业的下行征兆还不明显，今年 1-4 月的销售额同比和环比均维持较快增长，出口销售额同比亦有增长，环比只在 3 月略有下滑。橡胶行业景气指数今年以来维持在较高水平，橡胶行业 PMI 自去年 12 月以来有所下滑，但仍处于扩张与紧缩的边缘。目前的行业数据只说明轮胎行业增速即将放缓，不能说明行业将陷入衰退。

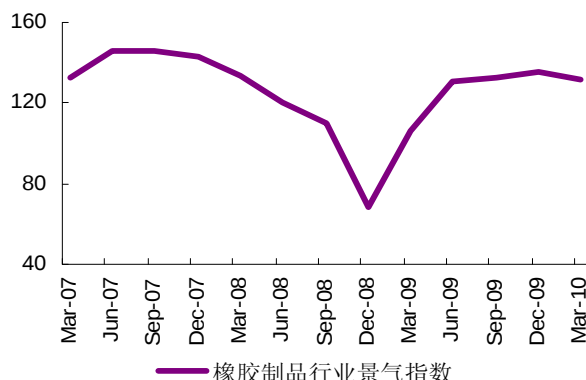
其次，中国轮胎内需的长期趋势仍然强劲，主要体现为轿车普及率的提高、轮胎使用年限的下降、子午化率的提高和无内胎轮胎的普及。轿车轮胎的使用寿命一般为 2.5-3 年，在 2007-2009 年的轿车消费高峰期之后，轿车轮胎将在 2010 年开始迎来第一个更换高峰期。在卡车轮胎方面，我国的斜交胎占比仍然过大，子午化率的提高将是未来几年的主旋律。总之，我们认为国内轮胎市场将在中长期维持健康发展。

图表 1：轮胎行业销售额维持较快增长



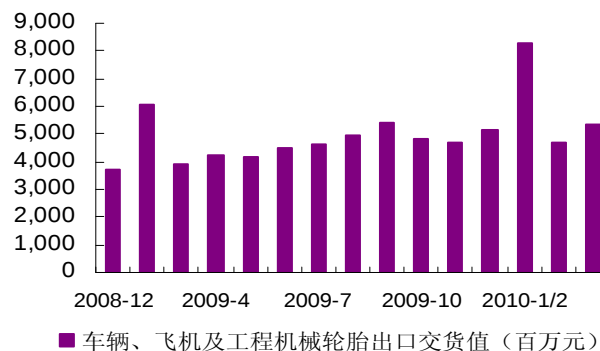
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 3：橡胶制品行业景气指数仍在较高水平



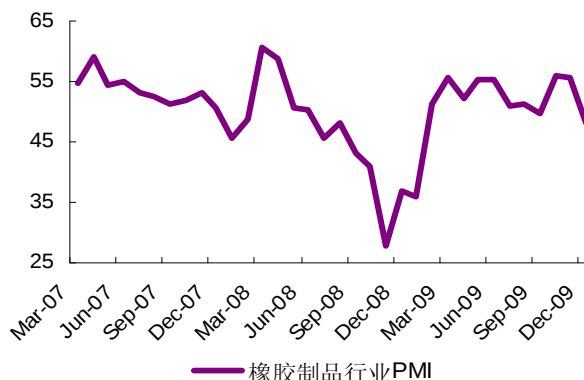
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 2：轮胎行业出口额未见下滑迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 4：橡胶制品行业 PMI 未见明显变化



资料来源：CEIC，光大证券研究所

再次，轮胎行业的固定资产投资有漫长的周期，一般从开工建设到达产需要 4-5 年，大型轮胎企业对产能一般都有十年以上的规划。即使轮胎需求在短期内发生变化，轮胎企业的扩产计划也不会受到太大的影响，

其固定资产投资的波动性要远远低于市场需求的波动性。

综上所述，我们认为国内轮胎市场需求在中长期将维持健康发展，短期的周期性波动不影响大局，主要轮胎企业的产能将继续扩张。我们估计轮胎行业的固定资产投资高峰还将至少持续 2-3 年。

海外市场欣欣向荣，缅甸订单吹响进军号角

近年来，印度、东南亚等地的轮胎产能建设步伐很快，一方面受益于全球制造业持续向亚洲转移，另一方面是本地市场的逐渐崛起所致。2010 年 1 月，印度交通部长表示该国今后每年将新建道路 2 万公里、高速公路 7000 公里；2009 年，全长约 5000 公里的“黄金四边形”高速公路网络已经竣工，其配套设施正在完善。在高速公路建设深入发展的情况下，印度对轮胎的需求将不断增长，很可能成为中国之外最大的新兴市场。印度本土的装备制造业很不发达，轮胎设备严重依赖进口；而且人均收入较低，轮胎厂商对成本比较敏感，这就给中国的设备供应商提供了良好的机遇。越南、缅甸、泰国等东南亚国家也存在类似的情况。

图表 5：印度的“黄金四边形”高速公路网络示意图



资料来源：Wikimedia，光大证券研究所

2010 年 6 月 26 日，公司披露了与缅甸综合性制造业企业 MEC 公司签订的年产 85.5 万套轮胎项目的设备供货及安装、调试合同，总金额 6983 万美元，将在一年内履行完毕。我们认为这一合同吹响了公司进军海外市场的号角，而且采用的设备供应总包模式非常有利于公司的发展。在总包模式下，公司全面介入轮胎生产商的各个生产环节，不但可以提高用户黏性，还有利于带来后续的软件、服务等订单。

缅甸 MEC 轮胎项目的规模为 85.5 万套，以国内的标准看只能算小型项目；随着东南亚、南亚市场的发展，更大的项目开工只是时间问题。软控股份对海外市场的准备比较充足，在印度设立了销售渠道，在 2009 年来自海外的收入已有 5200 万元，占主营业务收入的 4.6%。我们相信，在拥有先发优势和成本优势的情况下，公司能够在海外市场获得更多类似的订单，来自海外收入的占比将在未来 3-5 年不断提高。

轮胎行业的规模和技术升级对软控股份有利

近年来，国内轮胎行业在产能规模和生产技术上都出现了升级的趋势，可以归纳为：产能的大型化、集中化，以及生产技术的集约化、环保化。以上趋势在 2009-2010 年明显加强，并且还在深化之中。

2009 年以来，国内轮胎行业新开工项目的设计产能明显提升，年产 100 万条以下的项目越来越少，年产数百万到上千万条的项目日益增多。在大型项目中，既有米其林、大陆等国际品牌，也有山东玲珑、风神等国内巨头。除了新建产能之外，黔轮胎、青岛双星等国内企业还投入巨资对现有生产线进行技术改造，以达到产量的扩大和质量的提升。轮胎生产项目的大型化是行业集中度提高的必然结果，也有利于实现对资源和能源的集约化利用。轮胎行业的项目规模越大，对自动化和信息化设备的要求也越高，这对软控股份这样的专业设备生产商是有利的。

图表 6：2009 年以来轮胎行业部分大型项目动工情况

项目名称	动工时间	项目规模（不含远景规划）
山东丰源轮胎枣庄项目	2009 年 4 月	年产 300 万条半钢子午胎、60 万条全钢子午胎
德国大陆马牌轮胎合肥项目	2009 年 9 月	年产 425 万条乘用车子午胎
山东玲珑集团项目	2009 年 9 月	年产 1200 万条高性能轿车子午胎
中国化工橡胶总公司桂林项目	2009 年 10 月	年产 120 万条全钢载重子午胎
风神轮胎焦作项目	2009 年 11 月	年产 500 万条高性能乘用车子午胎
好友轮胎焦作半钢项目	2010 年 1 月	年产 500 万条半钢子午胎
普利司通轮胎无锡三期项目	2010 年 1 月	年产 140 万条子午胎
红豆集团无锡项目	2010 年 3 月	年产 200 万条全钢子午胎
横滨橡胶杭州第四期项目	2010 年 4 月	年产 210 万条子午胎
米其林轮胎沈阳扩建项目	2010 年	年产 1000 万条子午胎
黔轮胎全钢子午胎生产线技改项目	2010 年	投资 6.7 亿元进行技术改造
东洋轮胎橡胶张家港项目	2010 年	年产 200 万条半钢子午胎
韩泰轮胎嘉兴项目	2010 年	年产 210 万条半钢子午胎

资料来源：光大证券研究所

轮胎行业的能耗相对较高，如果生产管理不善还可能造成污染，降低能耗和污染是行业发展的迫切需求。在草拟阶段的《轮胎行业市场准入政

策》和《轮胎橡胶产业振兴规划》中，国家提出了提高技术和工艺水平、降低单位能耗、促进环境保护、鼓励废旧轮胎再利用等一系列政策方向，而以上各个方向都离不开对信息化设备的运用。我们认为国家的政策扶持与鼓励是促进软控股份产品需求的决定性因素之一。

消费者重视轮胎质量，也促使着轮胎企业提高信息化水平。在本土轿车市场发展初期，消费者对轮胎价格的敏感性较高，许多中小厂商不惜牺牲产品质量以降低成本。但是，随着轿车市场逐渐成熟，轮胎质量和稳定性在消费者心目中的地位不断提高，轮胎厂商更有动力增加信息化投资。除了轮胎生产专用设备之外，软控股份的轮胎检测设备、轮胎 RFID 芯片等产品都将成为轮胎企业提高产品质量的选择。

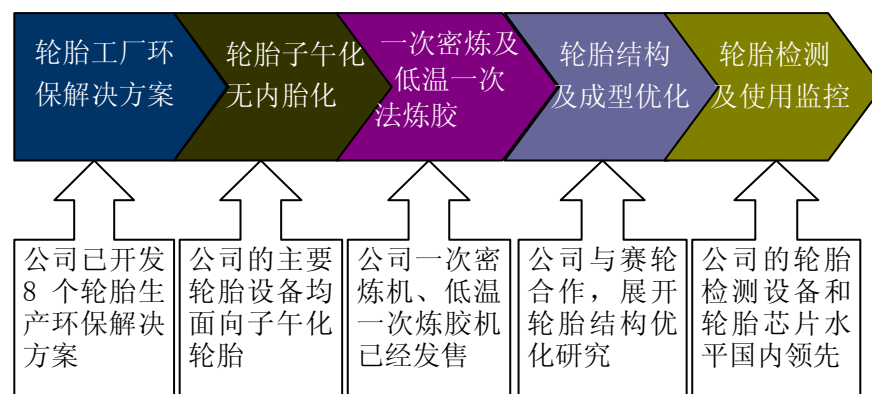
“绿色轮胎”深入人心，公司产品储备丰富

2009 年以来，米其林、普利司通等顶尖轮胎企业提出了“绿色轮胎”的概念，并展开持续的宣传攻势。“绿色轮胎”不是一种单纯的企业行为，而是对节能减排、可持续发展等国家政策的主动响应。我们认为，“绿色轮胎”在我国发展“低碳经济”的蓝图中，将发挥举足轻重的作用。

“绿色轮胎”是一个大概念，涵盖了生产者和消费者两大群体：在轮胎生产层面，通过设计环保解决方案、实施集约化生产管理、应用节能工艺等方式，全面降低生产过程中的能耗和污染；在轮胎使用层面，通过提高子午化率、优化轮胎结构和材质设计、对轮胎进行实时监控等方式，降低使用过程中的油耗。毫不夸张地说，“绿色轮胎”涉及轮胎产业链的所有环节，代表着全球轮胎产业的大趋势。

作为国家轮胎技术中心所在地，以及青岛科技大学的合作伙伴，软控股份长期以来在节能减排领域进行了大量的投入，拥有深厚的产品储备。首先，公司环保事业部已经开发出 8 个轮胎生产环保解决方案，最高可节约生产能耗 30%；其次，公司的大部分轮胎生产设备均面向子午胎及无内胎轮胎，对降低轮胎油耗有很大帮助；第三，公司今年开始销售的一次密炼机和低温一次法炼胶机，可以大大降低轮胎生产的能耗，同时提高生产效率；第四，公司与赛轮密切合作，对轮胎结构及成型工艺进行研究，力争通过结构优化降低轮胎油耗；最后，公司的轮胎检测设备、轮胎 RFID 芯片分别在生产和使用层面把关，可以对不符合“绿色轮胎”标准的产品进行筛选和控制，使节能减排落到实处。

图表 7：“绿色轮胎”产业链及软控股份的产品储备



资料来源：光大证券研究所

在公司的以上产品储备中，我们在短期内最看好低温一次法炼胶机，该设备是公司自主研发的，在国内尚无竞争对手。炼胶环节一直是轮胎生产中的能耗最高的环节，炼胶机外排出的废气其挥发时间比炼胶机头

低温一次炼胶，大大降低了能耗并提高了生产效率。根据目前的测试情况，轮胎企业在 2-3 年内即可通过节能回收该设备的投资，其潜在市场空间极大。从长期看，公司自主设计的轮胎生产环保解决方案必将赢得越来越多厂商的青睐，并且有望得到国家政策扶持；公司与赛轮合作展开的结构与成型优化，也将在降低轮胎使用油耗方面作出贡献。

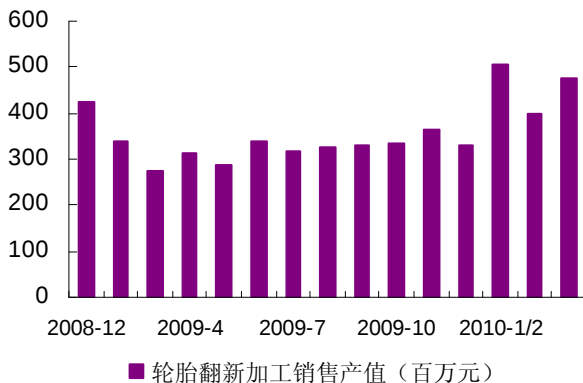
此外，公司承建的国家轮胎技术中心对反式异戊橡胶材料的研究处于国内领先水平，这一新材料对降低轮胎使用油耗、减少二氧化碳排放有一定的帮助，目前已经投入初步试验。虽然在全国范围内普及反式异戊橡胶可能还需要 5-10 年的时间，以上研究成果仍然代表了轮胎行业材料的发展方向，获得了生产商和媒体的关注。在软控股份，类似的研究项目很多，形成了一整套轮胎节能减排技术体系。我们相信，在强大的研发投入之下，公司将维持并巩固在“绿色轮胎”领域的优势地位。

轮胎翻新将成为“再制造产业”的重点

对废旧轮胎进行翻新处理，是提高资源利用率、降低固体废物污染的便捷途径。根据中国轮胎翻修与循环利用协会提供的数据，翻新一条规格为 9.00R20 的旧轮胎，与生产新轮胎相比，可节省橡胶 9 公斤、炭黑 4 公斤、钢丝帘布 3.4 公斤、石油 18 公斤、钢材 1.75 公斤。目前，翻新胎占全球新出售轮胎的比重约为 10%，在欧美发达国家可达 25% 以上，而在中国仅为 3%，轮胎翻新产业还有很长的路要走。

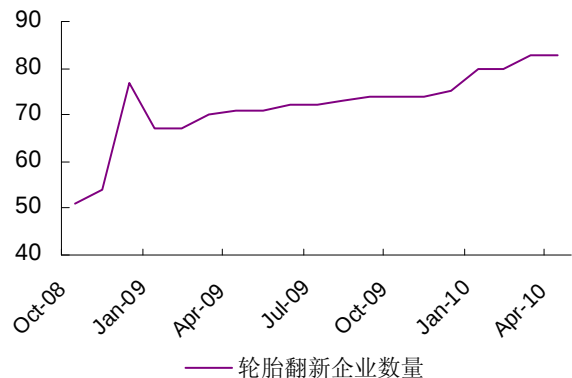
2009 年，我国轮胎翻新行业总产值 35 亿元；今年 1-4 月，轮胎翻新行业产值 13.84 亿元，同比增长 50%。与此同时，规模以上轮胎翻新企业数量从 2009 年 1 月的 67 家，增加到 2010 年 4 月的 83 家。佳通、韩泰、玲珑等国内外知名轮胎厂家都有自己的轮胎翻新能力。

图表 8：轮胎翻新产值基数较低，空间巨大



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 9：规模以上轮胎翻新企业近期有增加趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

我国轮胎翻新产业的问题在于缺乏行业标准和统一监管，翻新胎质量没有保证；在卡车胎方面，由于超载问题严重，轮胎翻新难度较大，缺乏合适的胎源。随着国家发改委等 11 个部门联合发布《再制造产业规划》，轮胎翻新被列入重点扶持的再制造产业之一，以上问题有望得到一定程度的解决。我们预计国家后续还将出台与轮胎翻新有关的具体政策，设置准入门槛，提高质量标准，全面促进翻新胎的生产和消费。

软控股份是国内首屈一指的轮胎翻新设备厂商，产品线涵盖了硫化、打磨、封套、修补等各个环节。公司下属的橡胶轮胎循环利用工程研究所被评为“轮胎资源循环利用基地”，已经起草国家标准 2 项、行业标准 4 项，拥有发明专利 8 项、实用新型专利 22 项。除了已有的载重车胎和普

通工程胎翻新设备之外，目前正在研发工程巨胎翻新设备。此外，公司的翻新轮胎检测设备为国内独有，对提高翻新胎质量有重大意义。

轮胎翻新设备的市场容量巨大，以年产 10 万条翻新胎的中小型翻新工厂为例，一般需要 24 条容量的硫化罐成套设备 4 套，价值 160 万元。目前我国翻新胎产能约 1500 万条，如果以长期建成 1 亿条产能为目标，需要增加的设备投资为 13.6 亿元；加上胶粉生产设备、翻新胎检测设备等，设备总投资接近 20 亿元。随着国家加强对轮胎翻新行业的扶持，我们认为全国轮胎翻新设备的销售额将出现持续高速增长。

图表 10：轮胎翻新设备技术标准和参考报价

类型	硫化量	参考报价	设备配置
半开放式硫化罐成套设备	2 条	4 万元	硫化罐、打磨贴面一体机、轮胎修补架、轮胎检查架、垫圈
	4 条	5.5 万元	硫化罐、分体式打磨机、贴面机、轮胎修补架、轮胎检查架、垫圈
	4 条	6.5 万元	节能型硫化罐、分体式打磨机、贴面机、轮胎修补架、轮胎检查架、气动式装罐机、垫圈
半开放式硫化罐成套设备	4 条	10 万元	封闭式硫化罐、分体式打磨机、贴面机、轮胎拆装机、轮胎修补架、轮胎检查架、气动式装罐机、钢圈压板
	6 条	13 万元	封闭式硫化罐、充气分体式打磨机、贴面机、轮胎拆装机、轮胎修补架、轮胎检查架、气动式装罐机、包封套拆装机、胶粉回收机、钢圈压板
	8 条	19 万元	封闭式硫化罐、充气式打磨机、充气式贴面机、包封套拆装机、轮胎拆装机、挤胶机、胶浆搅拌机、轮胎输送机、多功能修胎机、气动扩胎检查机、胶粉回收机、钢圈压板
	12 条	24 万元	同上
	16 条	28 万元	同上
	24 条	40 万元	同上

资料来源：光大证券研究所

目前，软控股份正在与参股的赛轮公司合作，加强对翻新轮胎的推广。其具体方式为软控股份提供翻新设备和技术，赛轮提供翻新材料，由赛轮轮胎的经销商在销售网点提供翻新服务。如果这一模式成功，公司有望在其他主要轮胎厂商复制，从而大大提高轮胎翻新设备的销量。我们认为这一模式可以结合设备厂商、轮胎厂商和经销商的力量，培育消费者的需求，在中长期取得成功的概率较大。我们预计经过 3-4 年的市场培育，轮胎翻新将成为公司收入的一个重要来源。

跨行业及软件产品是业绩持续增长的保证

2010 年 5 月 17 日，软控股份与抚顺伊科思新材料公司签署了价值 2.93 亿元的化工总包订单，这是继青岛伊科思项目之后，公司获得又一个化工总包订单。。从长期看，青岛伊科思尚有第二期、第三期项目在筹划中，公司与其他化工厂商亦有接触，化工总包业务应能维持健康发展。

在化工总包之外，公司在食品、化工、医疗行业配料系统方面取得的进

展也很大，获得了康师傅等一批优质的客户；我们估计公司的跨行业配料系统销售收入今年将达到 5000-6000 万元，明年可达 1 亿元。在风电方面，公司去年已经取得 4000 多万元的收入，我们认为未来几年仍将维持较快增速。公司的跨行业增长故事并未结束，而是刚刚开始。

轮胎行业 MES（制造业管理系统）是公司的一大亮点，虽然该产品很早就有开发，但是从 2009 年才开始产生收入。随着我国轮胎行业产能逐步集中化和高端化，MES 已经到了大规模推广的前夜，是目前轮胎企业最急需的管理软件。全套轮胎行业 MES 的售价一般为 2000-3000 万元，轮胎企业一般会先购买部分模块，分批次部署整个系统。我们估计今年该产品可创造约 5000 万元的收入，并将在未来数年实现爆发性增长。

随着跨行业设备销售取得进展，未来公司有可能将 MES 软件扩张到其他行业。MES 等软件产品占比的提升，可以加强公司与相关企业的合作，促进信息化设备产品的销售，还可以提高公司的整体估值水平。管理软件产品与跨行业业务一样，是公司业绩持续增长的保证。

盈利预测

我们预计在轮胎行业和跨行业订单的双重驱动之下，公司的配料系统收入将维持 30% 左右的增速。在半钢成型机、液压硫化机、低温炼胶机等新产品的刺激下，公司的橡胶设备收入未来三年的复合增速将超过 50%。在新签化工总包合约的带动下，化工装备业务将维持较快增长，但是毛利率将随着规模的扩大而有所下降。包括轮胎翻新设备、MES 软件等在内的其他主营业务的复合增速将接近 50%，成为公司成长的新引擎。

图表 11：软控股份营业收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
配料系统	161.20	251.47	331.94	424.89
毛利率	39.4%	44.0%	42.5%	41.1%
橡胶装备（不含配料）	631.66	1073.82	1610.73	2142.27
毛利率	39.3%	41.2%	40.8%	40.0%
化工装备	184.40	264.61	354.58	450.32
毛利率	46.8%	31.0%	29.5%	28.2%
模具	30.92	42.05	55.93	71.59
毛利率	20.8%	22.5%	23.0%	24.0%
其他主营业务	69.47	113.93	174.31	238.81
毛利率	44.7%	34.0%	33.0%	31.0%
其他业务	50.57	68.78	92.85	123.49
毛利率	32.7%	36.0%	35.0%	35.0%
营业总收入	1128.22	1814.67	2620.35	3451.37
综合毛利率	40.0%	39.0%	38.4%	37.5%

资料来源：光大证券研究所

由于订单平均规模的扩大，配料系统的毛利率将比 2009 年有所提高。随着新产品的投入，橡胶装备和模具的毛利率也会略有提升。化工装备在

2009 年的毛利率较高，但是随着订单规模的扩大，将下降到 30%左右的正常水平。由于轮胎翻新设备的毛利率相对较低，其他主营业务的毛利率也会有所下降。公司的总体毛利率将基本稳定，略有下降。

我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.65 元，0.90 元和 1.16 元；在这三年中，公司净利润的复合增速将为 42.8%。

估值

对于软控股份这种能够实现长期高增长的企业，我们认为主要应该使用 P/E/G 估值法。考虑到公司属于高科技制造业企业，受到行业需求和订单波动的影响较大，与软件类企业相比应有一定的估值折扣。在 TMT 行业上市公司常用的 1 倍 P/E/G 基础上给予 15%的折扣，赋予公司 0.85 倍 P/E/G，即 42.8 倍 2010 年 P/E，得到目标价位 23.64 元。目前的股价与我们的目标价位之间有 40%以上的空间，维持“买入”评级。

风险分析

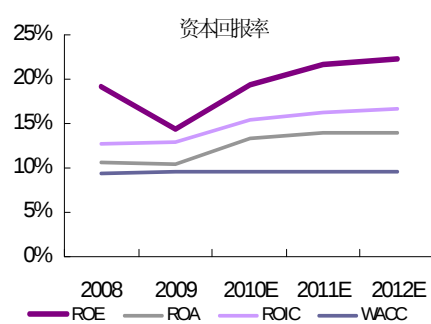
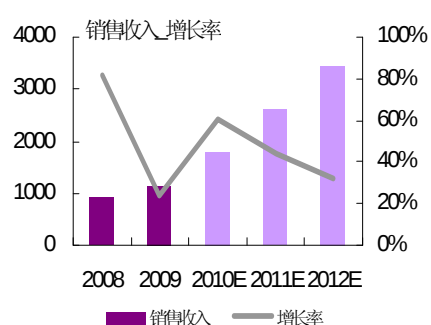
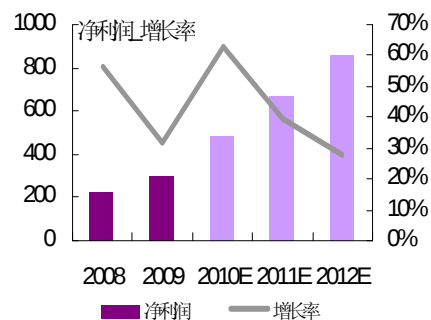
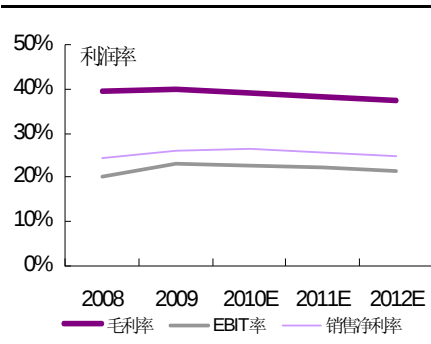
虽然我们分析指出轮胎行业固定资产投资的高峰期仍将持续，但是如果轮胎行业需求陷入持续的低迷，则固定资产投资肯定会随之陷入低迷期。公司产品的需求面临着轮胎行业景气度下降的风险。

公司的一次密炼机、低温一次炼胶机等新产品，此前在国内应用较少或没有应用，是否能在短期内吸引足够的需求尚不确定。此外，若公司的新产品质量不能达到国内先进水平，将影响未来获得订单的能力。

轮胎翻新设备是公司发展的重点之一，但是国家尚未公布政策细节，公司与赛轮合作的商业模式还没有经过检验，目前无法确定其市场潜力。

从市场面看，公司去年定向增发的限售股在今年 5 月 5 日解禁，占公司总股本的 13.64%。这些解禁的限售股的成本较低，若股东持续兑现盈利，则将在一段时间内对股价造成压力。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	912	1,128	1,815	2,620	3,451
营业成本	554	676	1,107	1,615	2,158
折旧和摊销	16	-54	8	10	12
营业税费	6	9	14	20	27
销售费用	14	18	31	43	55
管理费用	114	150	241	343	449
财务费用	8	4	-6	-7	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	5	7
营业利润	184	262	424	591	755
利润总额	242	333	536	748	959
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	224.07	294.76	479.44	669.71	857.97

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,090	2,817	3,589	4,795	6,139
流动资产	1,610	2,168	2,931	4,097	5,422
货币资金	421	849	1,008	1,310	1,726
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	549	734	1,112	1,616	2,138
应收票据	39	73	109	157	207
其他应收款	9	12	15	12	13
存货	483	365	664	969	1,295
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	4	5	5	6
固定资产	237	403	457	506	536
无形资产	136	138	131	124	118
总负债	921	763	1,106	1,714	2,300
无息负债	711	683	1,106	1,602	2,127
有息负债	210	80	0	112	173
股东权益	1,168	2,053	2,483	3,081	3,839
股本	285	495	742	742	742
公积金	345	751	576	676	805
未分配利润	538	806	1,164	1,661	2,290
少数股东权益	0	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	46	157	315	306	482
净利润	224	295	479	670	858
折旧摊销	16	-54	8	10	12
净营运资金增加	390	256	524	771	800
其他	-583	-340	-697	-1,145	-1,187
投资活动产生现金流	-175	-185	-32	-51	-31
净资本支出	-145	-147	50	50	30
长期投资变化	4	4	-1	-1	-1
其他资产变化	-33	-42	-82	-100	-60
融资活动现金流	97	449	-123	46	-36
股本变化	142	210	247	0	0
债务净变化	118	-130	-80	112	61
无息负债变化	59	-28	422	496	525
净现金流	-31	421	160	302	416

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	81.60%	23.64%	60.84%	44.40%	31.71%
净利润增长率	56.34%	31.55%	62.65%	39.69%	28.11%
EBITDA 增长率	51.27%	4.02%	98.85%	40.18%	28.19%
EBIT 增长率	51.13%	42.47%	55.07%	40.46%	28.39%
估值指标					
PE	49	37	23	16	13
PB	9	5	4	4	3
EV/EBITDA	21	33	26	19	15
EV/EBIT	23	26	26	19	15
EV/NOPLAT	25	30	29	21	17
EV/Sales	5	6	6	4	3
EV/IC	3	4	5	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	39.30%	40.05%	39.02%	38.38%	37.46%
EBITDA 率	21.86%	18.39%	23.18%	22.51%	21.90%
EBIT 率	20.15%	23.22%	22.73%	22.11%	21.55%
税前净利润率	26.51%	29.52%	29.55%	28.56%	27.78%
税后净利润率 (归属母公司)	24.56%	26.13%	26.42%	25.56%	24.86%
ROA	10.72%	10.47%	13.36%	13.97%	13.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.18%	14.37%	19.32%	21.75%	22.36%
经营性 ROIC	12.80%	12.90%	15.46%	16.23%	16.59%
偿债能力					
流动比率	1.77	2.86	2.66	2.40	2.36
速动比率	124.28%	237.58%	205.81%	182.95%	179.74%
归属母公司权益/有息债务	5.56	25.65	-	27.52	22.21
有形资产/有息债务	9.18	33.17	-	41.64	34.79
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.30	0.40	0.65	0.90	1.16
每股红利	0.00	0.07	0.10	0.14	0.17
每股经营现金流	0.06	0.21	0.42	0.41	0.65
每股自由现金流(FCFF)	-0.03	0.19	-0.25	-0.37	-0.18
每股净资产	1.57	2.76	3.34	4.15	5.17
每股销售收入	1.23	1.52	2.44	3.53	4.65

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

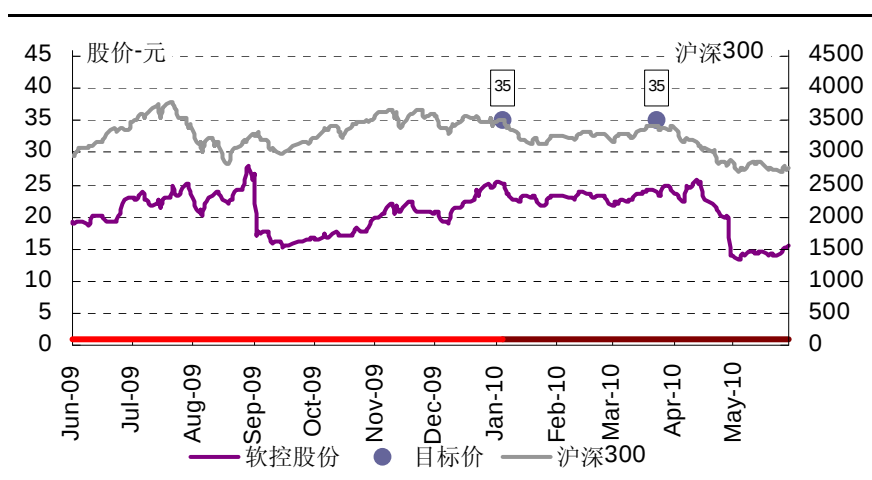
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

软控股份（002073）

分析师：周励谦 裴培



日期	股价	目标	评级
2007-04-20	75.80	-	中性
2007-08-17	38.15	45.00	增持
2010-01-17	25.01	35.00	买入
2010-04-06	24.11	35.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。