

鲁军

执业证书编号: S0270511070002

电话: 021-20220051-809

lujun@wlzq.com.cn

2011 年 10 月 11 日

橡机霸主，迈上新征程

——软控股份（002073）研究报告

公司深度报告

买入（维持）

估值区间：21.9-25.6 元

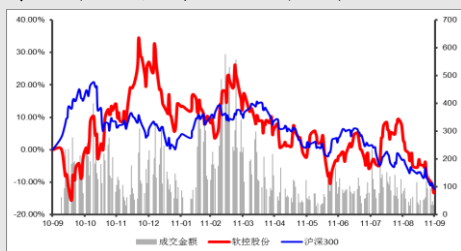
市场数据（日期）

收盘价（元）	18.18
一年内最高/最低（元）	28.96/17.18
上证指数	18.18
市净率（倍）	4.90
流通市值（亿元）	109.62

基础数据（日期）

每股净资产（元）	3.71
每股经营现金流（元）	-0.61
毛利率（%）	36.05
净资产收益率（%）	7.20
资产负债率（%）	49.53
总股本/流通股（万股）	7424/6030
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人：夏雅琴

电话：021-20220051

传真：021-20220052

地址：上海浦东南路 500 号国家开发银行大厦 16 楼

邮编：200120

报告关键要素：

软控股份是优秀软硬件一体化装备生产企业，橡机业务维持较快增长，化工行业市场空间广阔，新业务层出不穷，潜在增长点多，给予公司“买入”评级。

投资要点：

- **高速成长的橡机霸主，信息化改造传统产业急先锋：**软控股份在过去的10年持续高速增长，成为全球排名第4，国内排名第1的橡机霸主；公司产品特点为软硬件一体化、定制性强、高度集成，技术独特之处在于公司利用自动化控制软件技术结合国外高端机械设计能力，开发出差异化的产品，提高传统产业信息化程度。
- **全球橡机行业进入景气周期，中国和东南亚成为最重要市场：**全球橡机行业从金融危机恢复，各轮胎巨头纷纷加大投资。中国已连续8年成为全球最重要的市场区域，东南亚市场增速首度超过中国，达到34%。中国从全球橡机大国向强国迈进。
- **优秀的管理层与产学研一体化是软控的核心竞争力：**公司管理层具有强烈的使命感、超前的战略眼光和强大的执行力；与青岛科技大学产学研一体化有机结合，借助其科研能力及行业资源，是软控股份能够取得成功的最核心竞争力。
- **橡机霸主迈上新征程：**橡机行业仍能维持较快增长，软控三年内有望达到全球第一；化工行业投资规模巨大，软控具备泛化工行业实施能力；储备业务中轮胎循环利用政策预期改善，百亿级市场即将开启；人力成本提升大背景下，机器人和MES系统业务前景光明。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司11-13年收入分别为21.2亿、29.1亿、38.6亿，净利润分别为5.5亿、7.4亿、9.6亿，EPS 分别为0.73、0.99、1.29元，目前股价对应PE分别为25.7、19.0、14.6倍，给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**化工行业和海外市场拓展不及预期

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入(亿元)	1128.23	1499.96	2118.08	2915.40
增长比率(%)	23.64%	32.95%	41.21%	37.64%
净利润(亿元)	294.7	372.96	545.16	736.78
增长比率(%)	31.55%	26.53%	46.17%	35.15%
每股收益(元)	0.397	0.502	0.734	0.992
市盈率(倍)	47.52	37.56	25.70	19.01

投资核心观点

- **公司整体判断**

软控股份是优秀软硬件一体化装备生产企业，橡胶业务维持较快增长，化工行业市场空间广阔，新业务层出不穷，潜在增长点多，给予公司“买入”评级。

- **差异化观点**

市场对软控有两点负面认识：汽车销量增速下降影响轮胎设备需求；软控在轮胎设备领域已排名第一，发展空间受限。我们认为，轮胎需求与新增汽车相关，更与汽车保有量相关，而中国汽车保有量仍然快速增长，带动轮胎设备需求在十二五期间保持较快增长；而软控在轮胎设备领域虽然排名第一，但海外市场、轮胎全产业链仍然有足够的市场空间，软控远没有到达天花板。

- **估值和评级**

预计公司11-13年收入分别为21.2亿、29.1亿、38.6亿，净利润分别为5.5亿、7.4亿、9.6亿，EPS 分别为0.73、0.99、1.29元，目前股价对应PE 分别为25.7、19.0、14.6倍，给予公司“买入”评级。

- **股价触发因素**

化工领域新客户拓展、海外大单、轮胎翻新市场准入政策出台

- **风险提示**

市场拓展不及预期的风险

1. 公司简介：高速成长的橡胶霸主，信息化改造传统产业急先锋

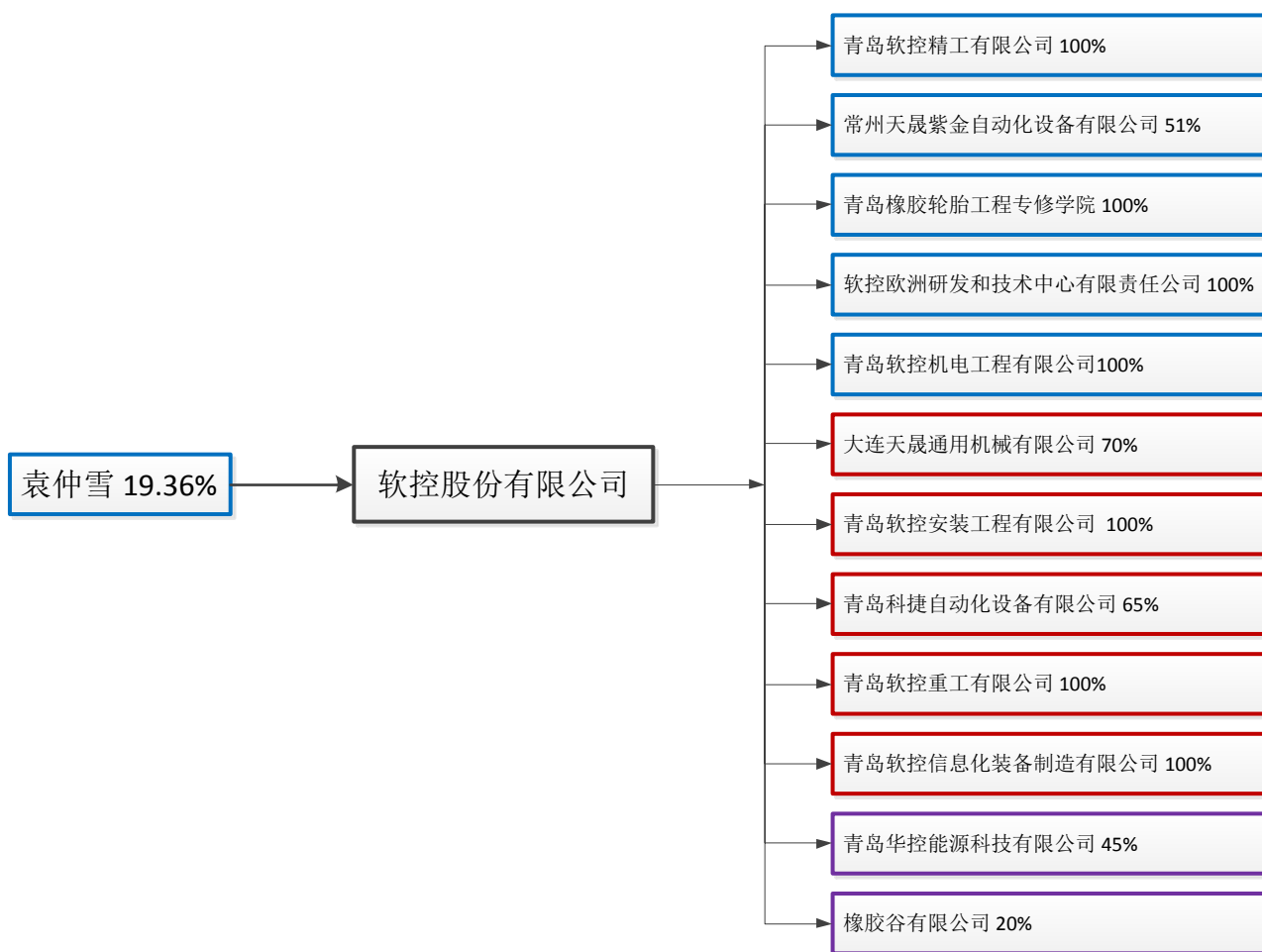
软控股份有限公司成立于 2000 年，致力于工业信息化技术研发与数字化装备制造，为橡胶轮胎企业提供软硬结合、管控一体的信息化整体解决方案。同时，其核心技术还成功应用于化工、油墨、食品等行业。

1.1 控股股东是行业资深专家，公司发展的灵魂人物

公司控股股东、董事长袁仲雪先生毕业于并曾长期工作于青岛科技大学，致力于面向橡胶轮胎、印钞油墨等传统行业的工业自动化、信息化研究，是行业资深专家。2000 年，他创办了青岛高校软控股份有限公司，并确立了“信息化改造传统产业”的企业发展战略。软控起步初期的核心产品小料自动配料称量系统以及后来的轮胎企业管控网络系统、轮胎动平衡试验机等重要产品均由他领衔开发，获得多项政府科技奖励。

袁仲雪先生除担任董事长之外，还兼任青岛市工业信息化技术重点实验室主任，中国化工学会橡胶委员会理事、全国橡胶机械信息站高级顾问、山东省自动化学会理事、青岛市民营科技企业联合会副理事长等多项行业协会重要职务，是公司发展的灵魂人物。

图 1：软控股份股权结构

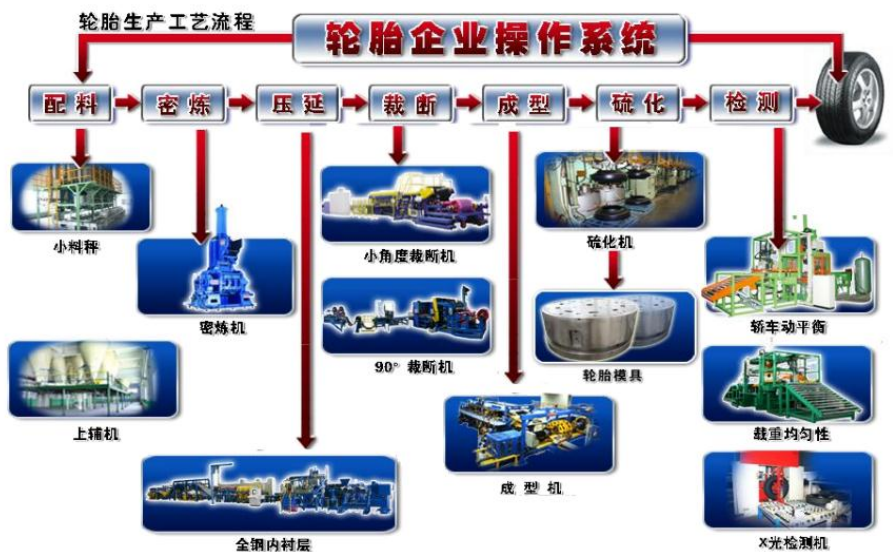


数据来源：公司年报，万联证券研究所

1.2 轮胎橡胶装备及化工装备是公司主要收入来源

公司主要业务包括：1、橡胶轮胎机械设备（不含配料系统）；2、以软件集成为基础从橡胶机械生产衍生出的化工行业生产线总包业务；3、以原有密炼机上辅机系统和小料配料称量系统为基础开发出的医药、食品等行业应用的配料系统；4、轮胎行业 MES（制造执行系统）、轮胎翻新设备、轮胎 RFID 芯片、模具等轮胎生产相关产品。

图 2：软控股份橡胶机械产品



数据来源：公司网站，万联证券研究所

公司产品特点为软硬件一体化、定制性强、高度集成。技术独特之处在于公司利用自动化控制软件技术结合国外高端机械设计能力，开发出差异化的产品，提高传统产业信息化、自动化程度。

目前轮胎橡胶机械为公司最主要的收入来源，2011 年上半年收入占比 47%；其次是化工装备，上半年收入占比 20%；公司最初的核心产品配料系统除轮胎行业外，也可应用于食品、医疗、油墨等行业，目前仍然是收入的重要来源，2011 年上半年收入占比 19%。

图 3：软控股份近三年一期收入构成

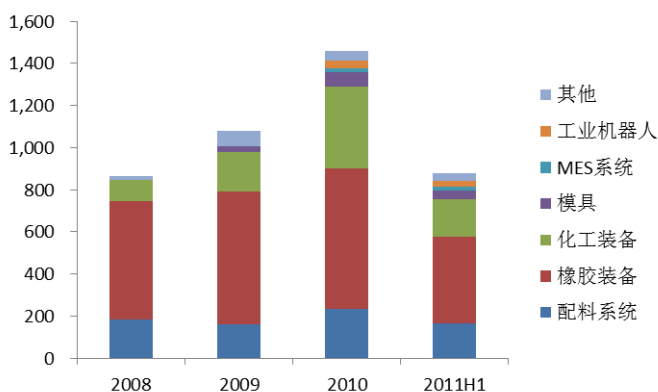
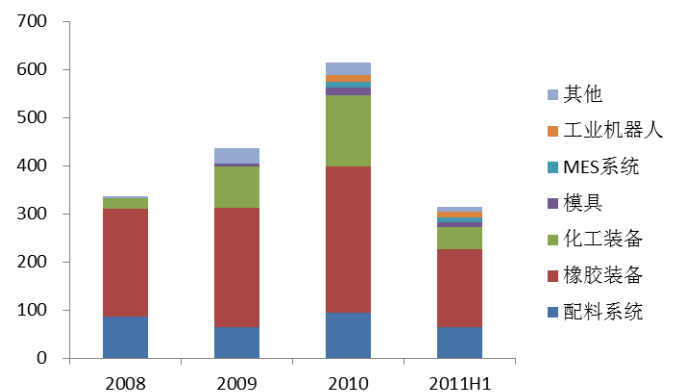


图 4：软控股份近三年一期毛利构成



资料来源：公司年报，万联证券研究所

1.3 上市以来业绩高速增长，行业地位持续提升，股价高回报

1.3.1 业绩高速增长

软控股份上市以来，收入从 2006 年的 3.6 亿增长到 2010 年的 15 亿，增长 421.8%，4 年复合增长率 43.3%；净利润从 0.9 亿增长到 3.7 亿，增长 419.2%；4 年复合增长率 43.1%。

图 5：软控股份上市以来收入增长情况

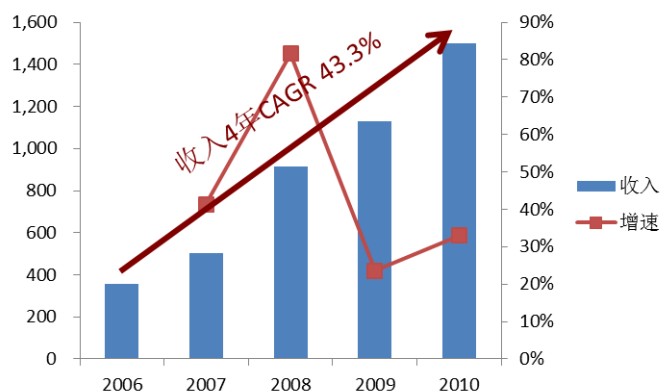
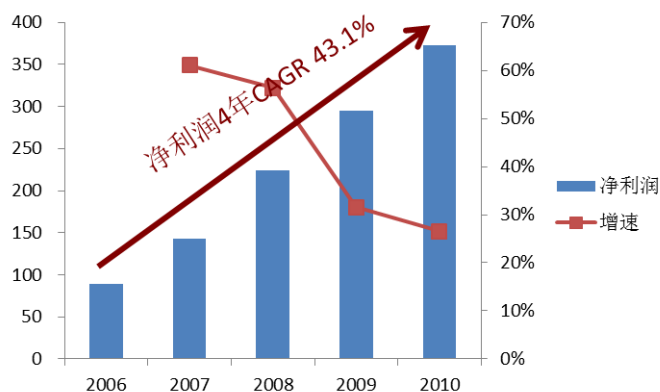


图 6：软控股份上市以来净利润增长情况



资料来源：公司年报，万联证券研究所

公司过往业绩增速远超行业平均增速及同行，从 2003 年到 2010 年，行业整体销售收入增长了 2.33 倍，复合增长率 12.9%，同期软控股份收入增长了 10.7 倍，复合增长率达到 40.3%，也远高于另外两家橡胶机械行业上市公司大橡塑与赛象科技。

图 7：2004-2010 软控股份收入增速与行业整体增速比较

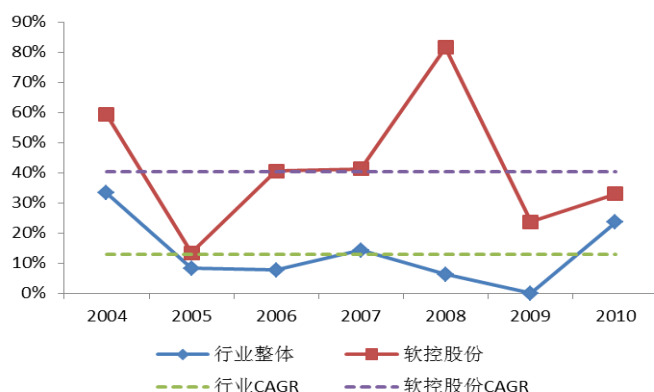
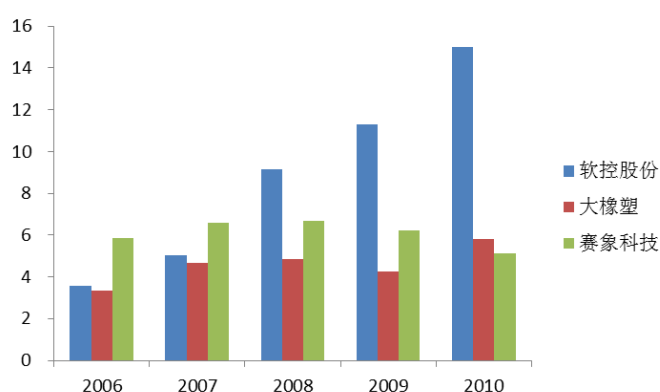


图 8：三家上市橡胶企业收入增长比较



资料来源：公司年报，万联证券研究所

1.3.2 行业地位持续提升

由于收入增速远高于行业平均水平，软控股份在行业内地位不断提升。软控股份国内排名从 2006 年的第 7 位上升到 2010 年的第 1 位，全球排名从 2006 年的第 20 位上升到 2010 年的第 4 位。

表 1:全球顶级橡胶机械制造商排名

全球顶级橡胶机械制造商排名

排名	2010	2009	2008	2007	2006
1	神户制钢/日本	H.F 公司 / 德国	H-F / 德国	H-F / 德国	H-F / 德国
2	H-F 公司/德国	神户制钢 / 日本	神户制钢 / 日本	神户制钢 / 日本	神户制钢 / 日本
3	飞迈/荷兰	飞迈 / 荷兰	飞迈 / 荷兰	飞迈 / 荷兰	飞迈 / 荷兰
4	青岛软控/中国	青岛软控 / 中国	天津赛象 / 中国	大陆机械/德国	三菱重工 / 日本
5	益阳橡胶机/中国	德斯玛 / 德国	青岛软控 / 中国	三菱重工 / 日本	天津赛象 / 中国
6	贝尔斯托夫/德国	三菱重工 / 日本	德斯玛 / 德国	天津赛象 / 中国	桂林橡胶机 / 中国
7	三菱重工/日本	中田工程/日本	大陆机械/德国	桂林橡胶机 / 中国	大陆机械/德国
8	中田工程/日本	大陆机械/德国	三菱重工日本	德斯玛 / 德国	华橡自控/中国
9	拉森特博洛印度	天津赛象 / 中国	桂林橡胶机 / 中国	华橡自控/中国	德斯玛 / 德国
10	桂林橡胶机/中国	桂林橡胶机 / 中国	华橡自控/中国	赫伯特/德国	REP / 法国
11	大陆机械/德国	华橡自控/中国	拉森特博洛 / 印度	贝尔斯托夫 / 德国	益阳橡胶机/中国
12	华橡自控/中国	赫伯特/德国	特罗埃斯特 / 德国	拉森特博洛 / 印度	贝尔斯托夫 / 德国
13	大连橡塑/中国	拉森特博洛 / 印度	大连橡塑中国	大连橡塑 / 中国	马普兰 / 奥地利
14	德斯玛/德国	柯梅里奥/意大利	赫伯特/德国	REP / 法国	特罗埃斯特 / 德国
15	双星机械/中国	贝尔斯托夫 / 德国	益阳橡胶机/中国	益阳橡塑机械 / 中国	上海精元/中国
16	天津赛象/中国	特罗埃斯特 / 德国	REP / 法国	青岛软控 / 中国	ITW 机械 / 美国
17	柯梅里奥/意大利	大连橡塑 / 中国	贝尔斯托夫 / 德国	Nakata/日本	三友工业 / 日本
18	特罗埃斯特/德国	REP / 法国	Nakata/日本	特罗埃斯特 / 德国	拉尔森-图宝/丹麦
19	LWB/德国	LWB / 德国	ITW 机械 / 美国	马普兰 / 奥地利	大连橡塑 / 中国
20	Zeppelin//德国	双星机械	马普兰 / 奥地利	法勒尔 / 美国	青岛软控 / 中国
21	桂林橡胶设计院/中国	桂林橡胶设计院 / 中国	北京敬业 / 中国	ITW 机械 / 美国	Nakata/日本
22	Wyko/英国	北京敬业 / 中国	环球服务/荷兰	环球服务/荷兰	马塔多/斯洛伐克
23	马普兰/奥地利	Proverio/意大利	三友工业 / 日本	LWB / 德国	LWB / 德国
24	REP/法国	北京航空制造 / 中国	上海精元/中国	三友工业 / 日本	法勒尔/美国
25	北京航空制造/中国	上海精元/中国	LWB / 德国	北京敬业 / 中国	波米尼/意大利
26	Proverio/意大利	四川亚西/中国	Pelar 工程/斯里兰卡	英盖尔 / 奥地利	柯梅里奥/意大利
27	东毓/中国台湾	马朗贡尼/意大利	法勒尔 / 美国	北京航空制造 / 中国	英盖尔 / 奥地利
28	北京敬业/中国	戴维斯-际准/美国	北京航空制造 / 中国	上海精元/中国	北京航空制造 / 中国
29	四川亚西/中国	三贸机械/中国台湾	桂林橡胶设计院 / 中国	柯梅里奥/意大利	北京敬业中国
30	赫伯特/德国	东毓/中国台湾	英盖尔 / 奥地利	三贸机械/中国台湾	理查森/英国
31	上海精元/中国	英盖尔 / 奥地利	柯梅里奥/意大利	拉蒂尔/意大利	Rutilari/意大利

数据来源：ERJ，万联证券研究所

1.3.3 股价高回报

与优良业绩相对应，软控股份上市以来给投资者也带来了良好的回报。2006年10月18日上市以来股价涨幅246%，最大涨幅421%；2009年4月28日定向增发价至今涨幅222%，最大涨幅385%。

图 9：软控股份上市以来股价回报

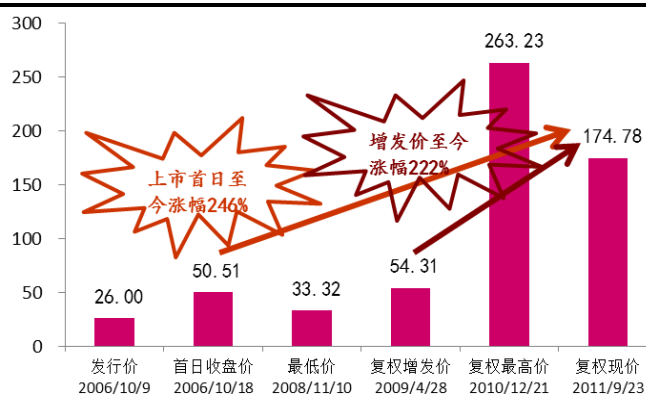
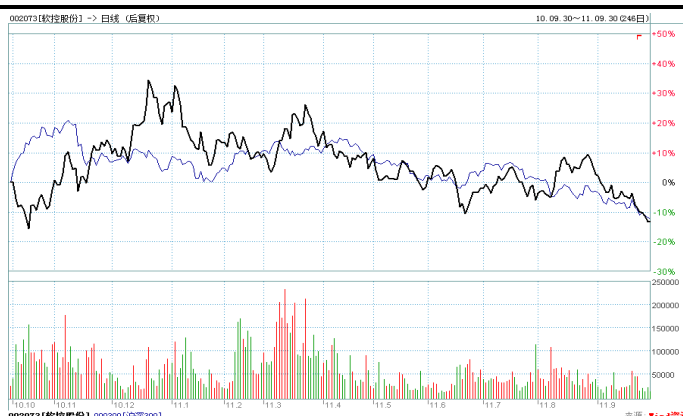


图 10：软控股份上市以来与上证指数走势对比



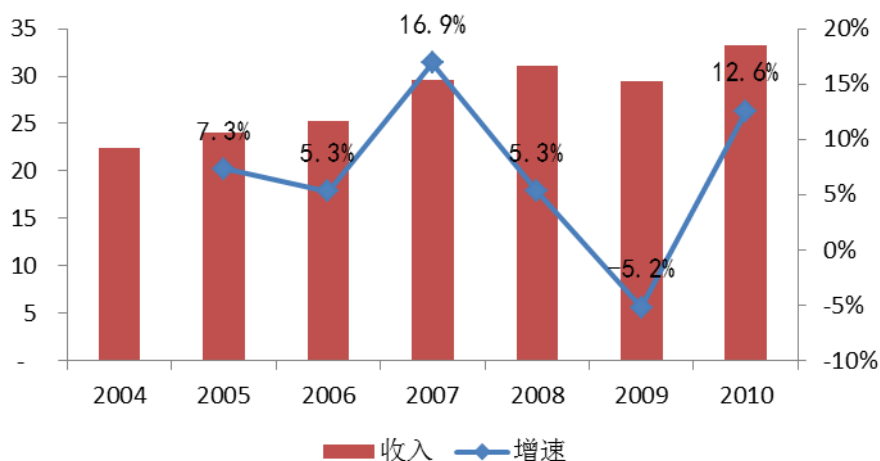
资料来源：WIND，万联证券研究所

2. 行业分析：中国橡胶机械由“大国”向“强国”迈进

2.1 世界橡胶机械进入快速发展轨道

根据《欧洲橡胶杂志》(ERJ) 公布的 2010 年度全球橡胶机械报告。随着世界轮胎市场的强劲复苏，轮胎公司显著增加投资，形成对橡胶机械市场需求高峰。世界橡胶机械行业快速从谷底走出，市场需求旺盛，2010 年全球橡胶机械销售收入 33.2 亿美元，同比增长 12.6%，进入快速发展轨道。预测全球橡胶机械市场需求旺盛将持续较长时间，橡胶机械将迎来升级及扩大产能高峰。

图 11：全球橡胶机械销售收入及增速（亿美元）

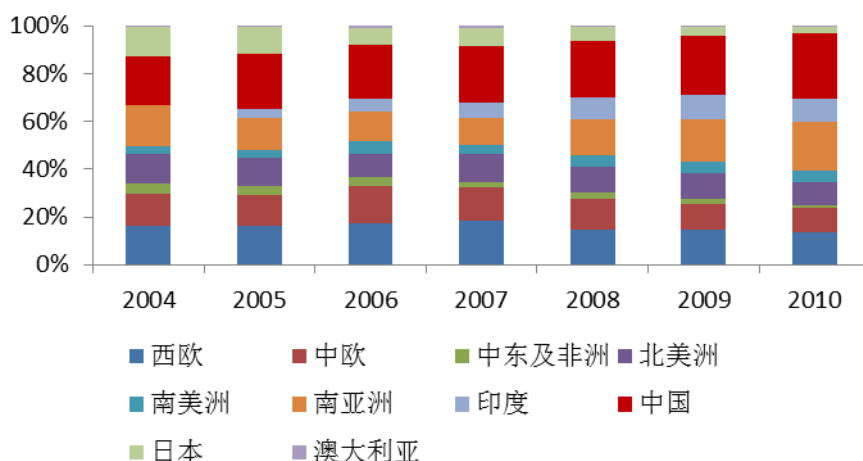


数据来源：ERJ，万联证券研究所

橡胶机械市场就地区而言，西欧是世界橡胶机生产最为发达的地区，主要橡胶机企业大半集中在德意奥荷 4 国，销售额 2010 年占全球 13.7%；中国已经成为橡胶机市场最为兴旺发达的地区，2010 年中国橡胶机械占全球市场份额 27%，连续七年居世界第一位；东南亚地区由于是橡胶主产国，在全球橡胶

价格高企情况下，对橡胶加工投资增加较快，同时普利司通、横滨等加大在东南亚投资。印度对轮胎的投资热度不减，对橡胶机械形成强劲需求，2010年，印度和东南亚橡胶机械销售收入已达全球的31.2%，已超过中国，是近几年增长最为迅猛的地区。

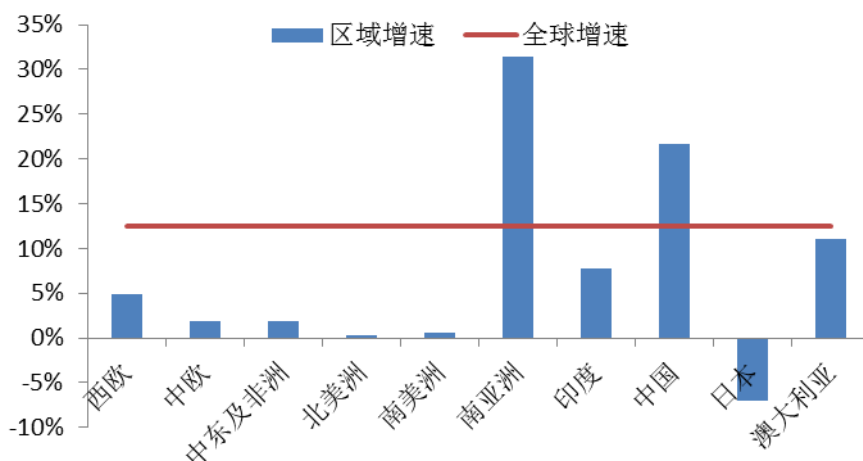
图 12：全球各区域市场橡胶机械销售收入占比



数据来源：ERJ，万联证券研究所

从2010年区域增速来看，东南亚及中国的增长速度较快，分别为31%和22%。ERJ对有关销售形势的几个要素专门做了问卷调查。在接受调查的人群中，有22%的人认为中国是世界上橡胶机械需求较强劲的地区，20%的人看好印度市场。53%的人认为轮胎机械是需求较强劲产品。

图 13：2010 年全球各区域市场橡胶机械销售收入增速



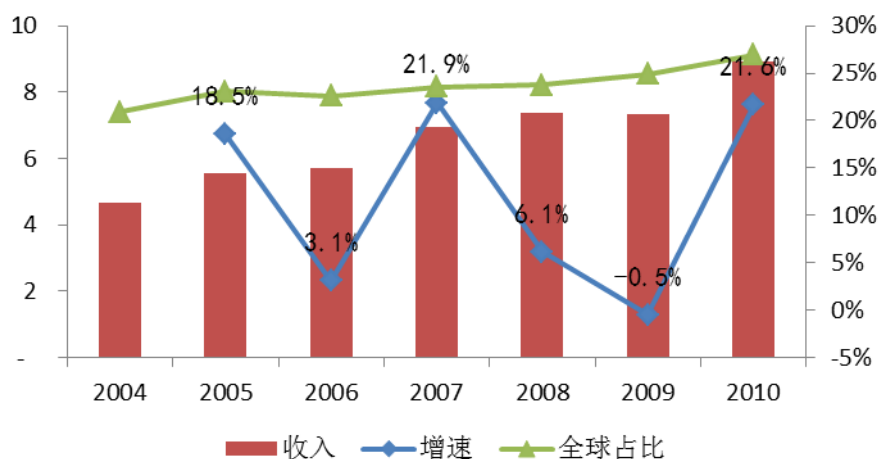
数据来源：ERJ，万联证券研究所

2.2 中国橡胶机械：由橡机“大国”向“强国”转变

2.2.1 橡胶机械跳跃式发展，确定了世界橡胶机械大国地位

新世纪以来的十年，是我国橡胶机械行业发展的“黄金”十年。橡胶机械销售收入从 2000 年的 20 亿元左右发展到 2010 年的 105 亿元，占全球橡胶机械销售收入的 1/3 多，出口创汇从 1500 万美元飚升到 2010 年的 1.72 亿美元，已无可争辩地成为世界橡胶机械的生产大国，并向强国方向迈进。

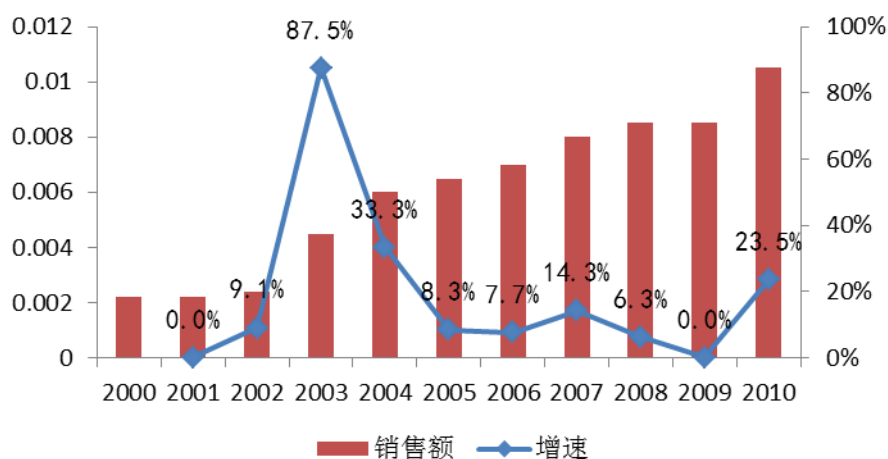
图 14：2004-2010 中国区域橡胶机械销售收入、增速及全球占比



数据来源：ERJ，万联证券研究所

从历年生产发展情况可以看出，2003 和 2004 年是中国橡胶机械爆发增长的两年来，2009 年受金融危机影响，行业零增长，2010 年随着全球回暖，行业增速达到 23.5%，创近几年新高。

图 15：2000-2010 中国橡胶机械销售额



数据来源：《中国橡胶》，万联证券研究所

目前中国的橡胶机械产业已经取得长足进步，呈现以下几个特点：1、产品已经广泛被世界轮胎巨头认可，全球前十大轮胎厂商都已经采用了我国的产品，出口比重越来越高，2010 年出口额 1.72 亿美元，比 2001 年增长了 10 多倍；2、具备了全套子午胎设备交钥匙工程能力；3、世界橡胶机械中心正在向我国转移，本土企业快速成长，2010 年世界 31 强中有 13 家是中

国企业，同时 32 强中的其他国际巨头也都在中国设立了合资、独资公司或办事处；4、性价比世界领先，控制水平与世界同步。

2.2.2 国内橡胶机生产格局：国有、民营、合资三分天下，东南西北四大基地

目前我国橡胶机械企业家数由数十家发展到 300 多家。按橡胶机械销售收入可将其分为三类，一类是大型企业共 15 家，销售收入在 1 亿元以上，其中销售收入超过 5 亿元的有 5 家；二类为橡胶机械销售收入在 1000 万元~1 亿元企业，大约有 35 家；三类为销售收入在 1000 万元以下企业，大约 250 家。我国橡胶机械厂家占世界所有橡胶机企业的 1/3 以上，大多数企业具备多种产品生产能力。生产平板硫化机厂家最多，其次是开炼机和挤出机等。通过深化改革，原来的国有橡胶机企业有 2/3 进行了改制。有的军工和其他机械系统的企业也涉入橡胶机生产，合资企业日益增多，一大批民营企业开始崛起形成一股势力。外资企业大举进入，争夺国内橡胶机市场，使我国橡胶机工业出现了多元化发展的新局面。

企业分布广泛，几乎遍布除西藏以外的所有省市，同时“群聚效应”非常明显，总体可分为九大区域：桂林地区、大连地区、以无锡常州为中心的江苏地区、以青岛为中心的山东地区、呼和浩特地区、北京天津地区、上海地区、以宁波为中心的浙江地区、广州地区等。全国形成四大生产供应基地。一是以大连、天津、北京和青岛四点一环组成的北方轮胎机械基地；二是由益阳、桂林、湛江三点一线构成的南方轮胎机械基地；三是以上海为中心，包括江苏无锡、常州和浙江宁波、湖州、温州在内的东方橡胶制品机械基地；四是以亚西橡塑机器公司为主，连同四川乐山亚联机械、盛兴机器、公平机器、亚伦机器等组成的西部再生胶、翻胎机械基地。同时， 还有其他生产网点随同相互呼应， 服务全国，面对世界。

2.2.3 橡胶机行业“十二五”规划及展望

橡胶机械在继续作“大”基础上作“强”：橡胶机械销售收入稳步增长。在 2010 年产销 100 亿元基础上，“十二五”期间每年递增 10%~20%，到 2015 年产品销售收入将达 160 至 200 亿元，占世界橡胶机械市场份额 50%。在全球橡胶机械前三十“强”中，我国占 15 位以上，在前十“强”中占 5 至 6 席，在前三“强”中占 2 位。行业通过兼并重组，形成产销超 20 亿元企业 2 家，产销超 10 亿元企业 3~4 家，产销超 5 亿元企业 4~5 家。力争有 5 家以上企业在国内或境外证券市场上市。

优化产品结构，提高我国橡胶机械产品稳定和可靠性，大大降低橡胶机械的进口：现我国硫化机、成型机、密炼机等机群式橡胶机械相继实现国产化，很少采用进口机。但是在裁断、压延等“独生子女”设备大多选择从国外进口。进口设备/国产设备比例大约在 4：6。“十二五”期间，裁断、压延等设备重点提高稳定和可靠性，进口设备/国产设备比例大约在 2：8。开发一批轮胎检测设备，如轮胎动平衡检测机，实现轮胎检测设备国产化。

实现由“国内工厂”向“国际化公司”转变，出口比重超过 30%：我国橡胶机械的主要厂家已将产品批量成套出口米西林、普利司通、固特异等，给国外轮胎公司留下“中国橡胶机价廉物美”的良好声誉。“十二五”我国橡胶机械要实现

从标准、设计、制造、销售、服务与世界全面接轨，争取更多的橡胶机械商机。力争出口创汇超三亿元企业 2 家以上，创汇超二亿元的企业 3 家，出口交货值超过亿元 5 家以上，出口交货值超过千万元企业 10 家。出口占销售收入比重由目前不到 20%提升至三分之一。

3. 公司分析：战略眼光、执行能力与产学研一体化是公司成功的关键

近年来，中国经济高速发展、基础投资力度不断加大、汽车工业迅猛发展、高速公路总里程增至世界第二以及中国汽车产销量的爆发式增长，带动轮胎制造业景气度不断提升；同时政府也出台了免征子午线轮胎 10%的消费税、取消轮胎项目行政审批等支持政策，中国轮胎工业得到了快速发展，橡胶机械行业亦随之水涨船高。这是软控股份快速成长的宏观背景。

但行业机遇只是公司成功的必要条件，软控股份在行业中异军突起，短短几年时间跃升为行业龙头，并向世界第一的目标迈进，所取得的辉煌成功更多的来自公司内部的核心竞争力。我们认为软控股份成功要素有以下几点：管理层强烈的使命感，超前的战略眼光以及强大的执行力；产学研一体化，上下游紧密合作。

3.1 公司管理层具有强烈的使命感、超前的战略眼光、强大的执行能力

软控股份具有优秀的企业文化，公司以“致力于信息化装备的研发与创新，推动工业整体技术与进步”为使命，以“追求卓越、执着百年”为愿景，重视创新。

图 16：软控股份文化理念

文化理念

软控愿景：追求卓越，执着百年

软控使命：致力于信息化装备的研发与创新，推动工业整体技术进步

软控精神：否定自我 持续创新

软控作风：常想、敢说、真做

发展模式：产学研有机结合

管理理念：人人都是总经理

人本理念：软控人的私事是公司最大的事

服务理念：面向生产，贴心服务

研发理念：“三不干”——没有人才不干，没有市场不干，没有资金不干

工作理念：努力工作是为了更好地生活

软控人标准：

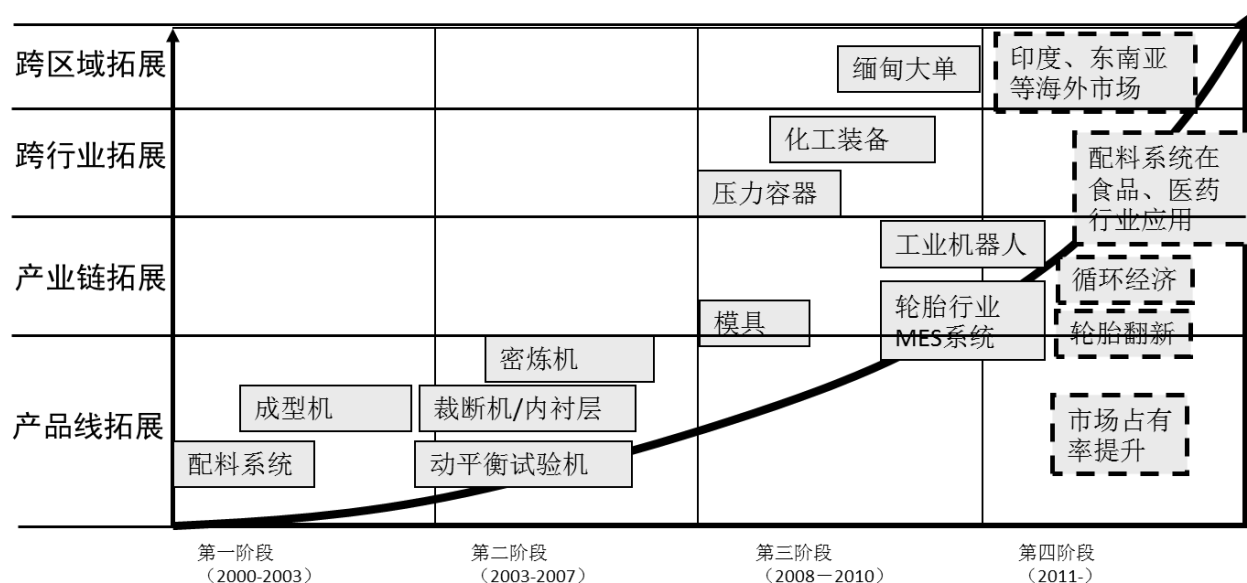
1、第一时间完成任务	6、勇于承担责任
2、主动开展工作	7、以团队目标为己任
3、关注细节	8、最大限度地创造价值
4、持续创新	9、公司的事就是我的事
5、让客户满意	10、注重形象，善用礼仪

数据来源：公司网站，万联证券研究所

作为高科技企业的创业者，管理层具有创业和奉献精神。早在公司成立之初，袁仲雪先生就表示，名下股份的受益权将留给软控，他只用表决权。公司成立的第二天，创业团队就集体宣布：高管的直系亲属不准进入公司，并确定了软控未来的接班人，将从在软控工作 8 年以上的职工中挑选。这是软控最原始的、巨大的无形资产和核心竞争力

在公司发展的战略规划上，软控从创立之初就志存高远，将自己定位为民族橡胶装备行业的领跑者。注重梯队技术储备和新产品研发，但并不盲目扩张。软控的跨行业、多元化发展，始终是在与橡胶有关联的产业链上多元发展，着眼于优化产业结构，做深做透橡胶产业链。

图 17：软控股份成长路径



数据来源：Wind，万联证券研究所

优秀的战略规划要变为现实需要有良好的执行力，而上图中软控股份新产品推出及占领市场的速度充分表明了公司强大的执行力。

2003 年以前，公司主要产品配料系统（密炼机上辅机系统和小料配料系统）凭借良好的性价比优势成功地实现了进口替代，树立了良好的品牌效应，市场占有率达到 80%。此阶段公司产品结构相对单一，销售收入主要来源于配料系统，2003 年配料系统实现销售收入占当期主营业务收入的 69.08%。

经过 2003 年及以前年度的技术积累，自 2004 年起公司储备的各项新产品技术已成熟，并开始面向市场。成型机系统实现规模化生产，并成为公司的另一主要产品，此外小角度裁断机、内衬层生产线、智能密炼控制系统、动平衡试验机等新产品相继被推向市场，产品线逐步完善。成型机系统销售收入从 2003 的 0.16 亿上升到 2007 年的 2 亿，收入占比从 15.6% 上升到 32%，配料系统收入占比从 69.1% 下降到 42.3%，小角度裁断机、内衬层生产线、智能密炼控制系统、动平衡试验机等新产品的收入占比上升到 17.5%。公司产品基本覆盖了轮胎全生产线。

2008-2010 年，公司在轮胎机械领域之外，通过收购软控重工、大连天晟，成功的拓展了化工行业生产线总包业务。2010 年化工装备收入达到 3.8 亿元，收入占比 25.6%，成为仅次于橡胶装备的第二大收入来源，原主导产品配料系统收入占比下降到 15.4%。

2011 年上半年，公司的工业机器人实现销售收入 0.3 亿，同比增长 104.2%，收入占比提升至 3.5%，成为上半年业绩的新亮点。轮胎行业 MES 系统也实现收入 0.14 亿元，由于该项业务毛利率极高，营业利润占比已达 3.4%。

目前，软控股份产品已覆盖轮胎橡胶生产线 90%的设备，核心产品配料系统市占率约 86%，成型机国内市场份额约 30%，裁断机 30%，检测系统 40%。

优秀的管理层是软控股份取得成功最重要的要素，从年龄构成上看，控股股东袁仲雪先生 56 岁，高管团队平均年龄 48 岁，正处于年富力强之时，且高管团队形成中青年梯队结构，我们相信管理层将能带领公司在未来相当长的时间内持续实现辉煌。

表 2:软控股份管理层年富力强

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	年龄
袁仲雪	董事长	2003/12/1	男	硕士	1955	56
高彦臣	总裁	2003/12/1	男	博士	1964	47
杨殿才	副总裁	2010/3/2	男	硕士	1972	39
罗天韵	副总裁	2010/3/2	男	本科	1946	65
张泽恩	副总裁	2010/3/2	男	本科	1955	56
李召峰	副总裁	2010/3/2	男	硕士	1974	37
王金健	副总裁	2010/3/2	男	博士	1970	41
闫立远	副总裁	2010/3/2	男		1950	61
张焱	董事会秘书	2011/4/15	男	硕士	1968	43
毛延峰	财务总监	2006/12/12	男	本科	1972	39

数据来源：公司年报，万联证券研究所

3.2 产学研一体确保公司的技术优势与产品创新能力，上下游紧密合作强化公司市场推广能力

软控股份地处我国最大的橡胶加工工业基地山东省，山东的橡胶加工量约占全国的 40%。充分利用山东尤其是青岛地区的橡胶工业生态链，结成产业同盟，是软控股份的另一项核心竞争力。

软控股份多位创业人员为青岛科技大学背景，充分利用青岛科技大学资源，展开紧密的产学研合作。青岛科技大学是山东省属重点建设的综合性大学，为原国家化学工业部直属重点高校，其前身是 1950 年 9 月创建的沈阳轻工业高级职业学校，1956 年 8 月迁至青岛，改名为青岛橡胶工业学校，1984 年 9 月更名为青岛化工学院，2002 年更名为青岛科技大学。青岛科技大学以材料学、化学工程、应用化学、机械工程、自动化、信息与计算机为特色学科，被誉为我国橡胶界的“黄埔军校”，是国内最早开设橡胶专业的学校。

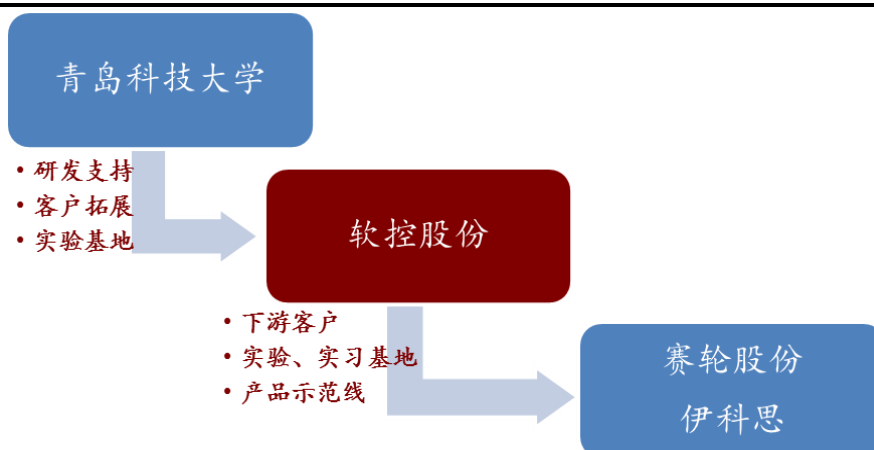
软控股份与青岛科技大学紧密合作，对应着学校的橡胶原材料等 16 个专业，软控分别成立了 16 个研究所。学校的师生直接参与企业技术研发与管理，实现了高校科研成果向生产力的转化以及高校与企业之间科研人才的共享。今年，青科大将学校与软控研发中心之间的围墙拆去，真正将学校与企业融为一体，校长马连湘称这道围墙的拆除，不仅是打通了物理上的空间，重要的是打通了心理上的空间。

2009 年 2 月 26 日，软控股份与青岛科技大学联合组建国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心，总投资 3500 万元，其中国家科学技术部拨款 300 万元，部门及地方拨款 500 万元，公司自筹 2700 万元。定位于对橡胶轮胎行业工

艺与控制领域的重大关键、基础、共性技术难题进行系统化、工程化的研究开发,以提高橡胶产品技术参数稳定性,提高轮胎生产过程资源利用率,为规模化生产提供成熟配套的工程化技术。该中心是橡胶轮胎行业唯一的国家级工程技术中心,表明了软控在行业内的技术领先地位,同时也说明了软控与青岛科技大学的密切合作关系。

2011 年 8 月 23 日,青岛科技大学、软控股份、赛轮股份有限公司联合申报的《轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室项目资金申请报告》经国家发展改革委批复。该工程实验室项目建设期为三年,法人单位为青岛科技大学,新增总投资 6574 万元,其中国家安排投资 1500 万元。主要建设内容是:在现有基础上,建设轮胎新材料、轮胎先进装备设计及制造、轮胎循环利用、节能环保技术、信息工程等研发平台以及相关试验测试平台。软控主要承担其中轮胎生产、循环利用等先进装备的设计、研发、制造等任务。

图 18: 产学研一体化、上下游紧密合作是软控股份的核心竞争力之一



数据来源: 万联证券研究所

除了在研发上进行合作之外,软控还利用青岛科技大学在化工行业的深厚积累拓展新客户,并与关系紧密的下游厂商密切合作,新产品首先在这些厂商应用,既可以提升产品的稳定性,又起到示范效应,以此切入新的业务领域。

在橡胶机械领域,软控与参股子公司赛轮股份密切合作。赛轮股份为软控的新产品研发提供支持,同时也是软控新设备的实验基地,而产品成熟之后由是软控设备的示范生产线。不仅如此,赛轮还是软控的实习基地,以 MES 系统为例,软控的很多和管理人员毕业之后首先在赛轮实习 2-3 年,了解轮胎的生产工艺与组织过程后再来进行软件开发。得益于赛轮的示范效用,软控的新产品从研发到试用再到性能稳定,实现规模销售的速度非常快。目前,赛轮又成为软控开拓海外市场的重要技术提供者。在化工行业,伊科思也起到了类似的作用。软控将伊科思合成橡胶项目作为示范项目来打造,以伊科思为起点打开化工机械市场。

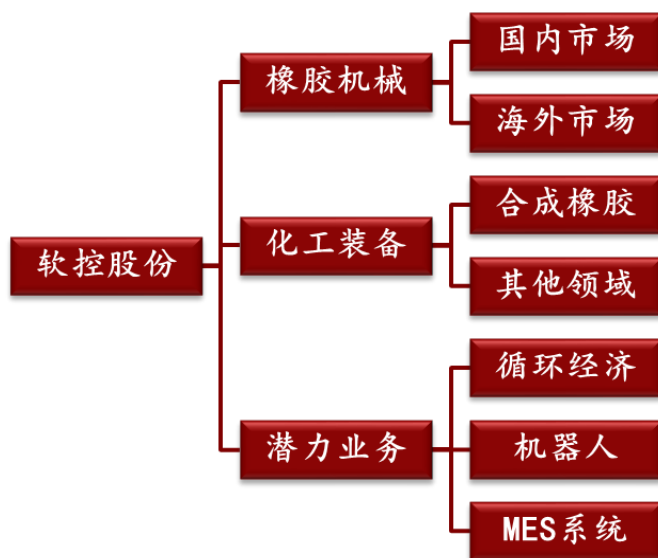
两项内在核心竞争力,为软控构造了宽阔的护城河和强大的竞争力,体现在软控的外在业务表现就是:

- 1、软控具备全球最完整的橡胶机械产业链，覆盖 90%以上的橡胶机械设备，可以提供交钥匙工程，这对公司在东南亚等橡胶工业比较落后的地区的竞争尤为有利；
- 2、公司的产品定位高端，各个产品都处在国内领先水平，核心产品达到世界先进水平，具备较强的议价能力，毛利率显著高于同业；
- 3、公司技术储备充分，新产品推出速度快，既拓宽了公司的收入来源又保证了毛利率的稳定；
- 4、强大的执行力使公司确定的战略规划总能很快变为现实，对资本市场的期待往往予以兑现，在从配料系统单一产品向橡胶机全系列产品拓展、跨行业拓展、海外市场拓展上都一一得到验证。

4. 未来增长：橡胶机械仍能维持较快增长；化工行业市场空间巨大；潜力业务前景光明

公司报表中披露的收入构成种类较多，但综合来看，可以分为三大类：传统主业橡胶机械、新进入的领域化工装备、围绕轮胎产业链的潜力业务与产品。其中潜力业务与产品包括围绕轮胎全生命周期的循环利用，进一步加深轮胎制造企业信息化与自动化的 MES 系统和机器人。下面我们逐一给以分析。

图 19：软控主要业务前景



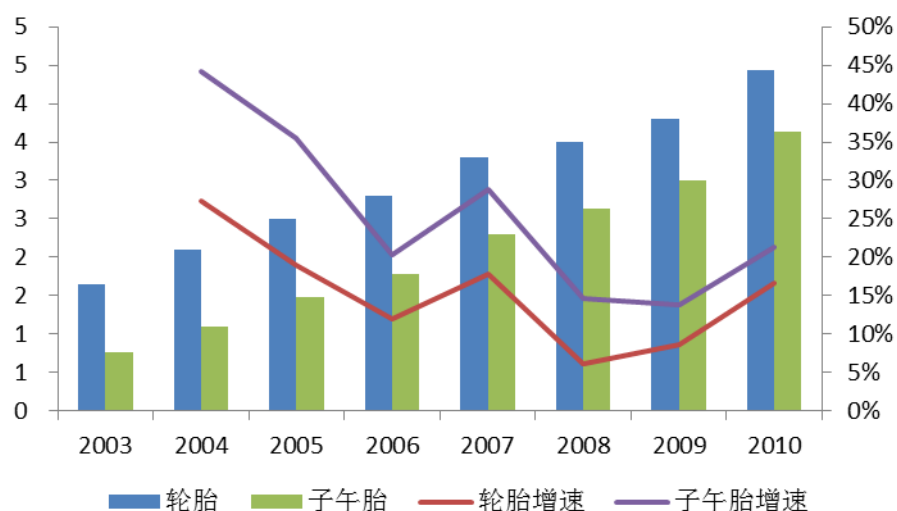
数据来源：万联证券研究所

4.1 轮胎橡胶机械：仍有增长空间

4.1.1 国内轮胎，尤其是子午线轮胎市场需求保持较快增长

由于中国汽车行业尤其是轿车市场的“井喷”式增长，直接促进了我国轮胎行业的快速增长，同时世界轮胎产能向中国转移，中国已成为全球轮胎最大的消耗国，也是轮胎最大生产国和出口国。2010 年全球轮胎产量为 14.1 亿条，中国产能为 4.2 亿条，产能占比约为 30%。子午胎增速更超过整体市场增速。

图 20：2003-2010 中国轮胎产量



数据来源：公司网站，万联证券研究所

轮胎市场需求包括三部分：(1) 新车配套需求；(2) 旧车替换需求；(3) 出口需求。轮胎按产品用途可以分为汽车轮胎、工程机械轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎、各种军工轮胎和航空轮胎等。按结构可以划分为斜交轮胎和子午线轮胎。

虽然我国汽车市场增速有所放缓，但轮胎市场，尤其是子午胎市场需求依然保持较快增长，主要有以下几个驱动因素：

- 1、新增汽车需求：截止 2011 年 8 月，我国汽车保有量突破 1 亿辆，千人保有量达到 73 辆，但与 2010 年底世界平均千人汽车保有量 128 辆的水平仍有较大差距，。未来新增汽车需求所引致的对轮胎的需求仍然较为强劲。
- 2、存量需求：2009 年开始我国汽车销量明显增长，但增长较快的是乘用车，这部分换胎需求一般在 3 年后开始释放，也就是 2012 年开始换胎量将明显上升。

表 3:各种车型对应轮胎新车配套与替换系数

车型	轮胎	新车配套	年替换量
轿车（含 SUV、MPV）	乘用车轮胎（半钢子午胎）	5	1
中小型商用车	轻型载重轮胎（半钢子午胎）	5	1
中重型载重货车、大中型客车	载重轮胎（全钢子午胎）	12	24

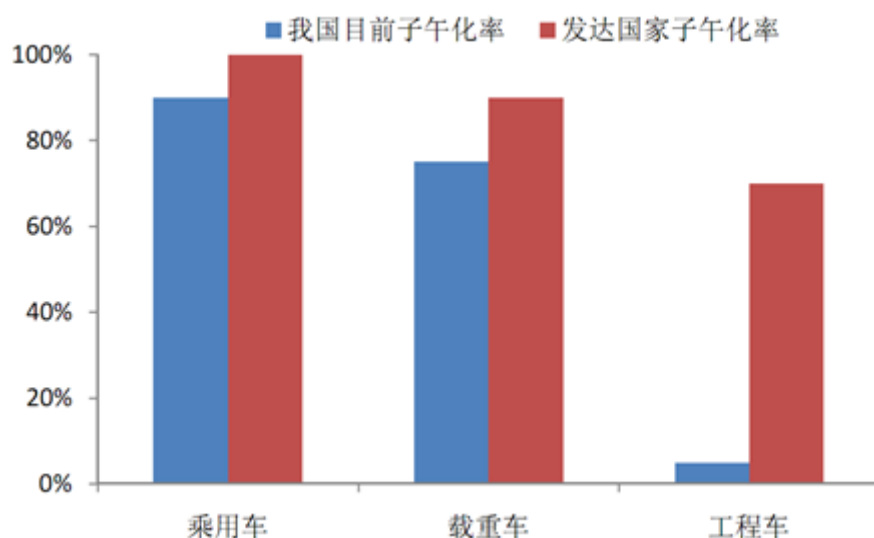
数据来源：万联证券研究所

3、出口增加：2009 年，美国轮胎特保案对我国出口美国的轮胎加征 35%关税的措施，2012 年将到期，届时轮胎出口量将回升。

4、子午化率提升：欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达 100%，载重轮胎的子午化率已达 90%以上，工程轮胎的子午化率约达 70%。我国市场轿车轮胎子午化率已接近 90%，卡客车轮胎子午化率约为 70%—80%，而在工程轮胎领域，子午化率仅为 5%左右，相比于欧美国家 50%—70%的工程轮胎子午化率，中国工程子午轮胎市场有着广阔的前景。

工信部 2010 年 10 月公布的《轮胎产业政策》，要求 2015 年，乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%。未来我国轮胎行业的发展趋势将是子午胎占主导地位，斜交胎逐步被替代，并且将无内胎化、扁平化、高性能化作为子午化基础上的改进方向。

图 21：我国轮胎子午化率仍有提升空间



数据来源：万联证券研究所

综合上述分析，我们认为十二五期间子午胎市场年复合增速在 17.5%左右。

4.1.2 轮胎产能向中国转移仍在进行，中国正成为世界轮胎中心

轮胎工业，尤其是子午胎行业属于技术密集型和劳动密集型产业，在欧美及日本等发达国家，由于发达国家劳动力成本越来越高，加之目前发达国家经济发展缓慢，以及各国行业政策变化等原因，全球轮胎工业的发展重心和投资正在由发达国家向发展中国家转移，由轮胎消费区（欧美市场）向天然胶产区（亚洲）转移。

世界轮胎工业转移的重点之一是中国。中国大陆生产轮胎所需原材料以及轮胎制造装备已经具备一定规模，部分还出口到国外。国内外轮胎企业都看好中国轮胎工业的发展前景，外资轮胎企业目前在中国设立了 40 多家轮胎生产工厂。中国已经成为世界轮胎生产大国，轮胎产量和出口量均位居世界前

列。随着世界轮胎制造中心向以中国为首的亚洲市场转移，预计未来几年中国轮胎制造行业仍将保持较快的增长速度。

米其林等世界轮胎巨头看到我国汽车对轮胎的巨大需求潜力，纷纷调整战略，加大在我国轮胎投资及营销力度，启动新一轮轮胎项目及 4S 店建设。随着德国大陆在合肥轮胎投产，世界轮胎前十强在我国都实现“本土化”生产。2010 年 11 月底，总投资 14.57 亿美元的米其林沈阳轮胎有限公司“高性能子午线轮胎环保搬迁改造及扩产项目”正式启动，这一超百亿元人民币的投资是此前米其林在中国总投资额的 3 倍多。这传递了世界轮胎巨头对我国轮胎投资信心。我国正成为世界轮胎中心趋势明显。世界轮胎巨头分享我国汽车行业快速发展的“蛋糕”，我国橡胶机械企业近水楼台先得月，在竞争中占据优势，增加我国橡胶机械发展后劲。

4.1.3 米其林等世界轮胎巨头释放其设备购买力给我国橡胶机更多商机

米其林、普利斯通、固特异、大陆这四家大轮胎企业正在不断地释放其设备购买力，进入开放市场采购更多的东西，商机巨大。只要上述轮胎企业每年购买橡胶机械的支出平均增加 3%到 4%，全球轮胎机械销售收入每年就可望增长 10%左右。四大巨头已逐步接受中国产的橡胶机械，在与米其林等世界级轮胎企业商贸中，我国橡胶机械企业能够学习到一些先进的理念和技术。同时日本三菱、神户制钢等逐渐淡出橡胶机械，给我国橡胶机械最好的机会。日本三菱、神户制钢已基本放弃机械式硫化机等产品生产。我国橡胶机械业很有可能获得大批订单，进一步作大作强。

4.1.4 我国橡胶机全套“交钥匙”能力及良好声誉有利于开拓东南亚市场

我国橡胶机械拥有全套轮胎生产线的能力，技术水平已满足子午线轮胎的需求。尤其是机群式产品硫化机等已达到国际先进水平。从设备采购的全套性来说，我国橡胶机械更具优势。同时我国橡胶机械对轮胎制造工艺熟悉，这利于我们开拓国际市场。同时我国橡胶机械已在国际市场上树立了较好的声誉，米其林等大批量采购我国橡胶机械，给我们以良好的广告效应。这是我们开拓国际市场的基础，也是我们做品牌的捷径。

4.1.5 软控将实现超越行业的增长

前文的行业数据表明，中国橡胶机行业目前市场规模在 105 亿，且十二五期间还将以 10-20%的增速成长，按照公司管理层提出的 30%的市场占有率目标，该项业务收入规模 30 亿以上，而目前市场占有率只有 15%不到。假设十二五期间橡胶机行业保持 15%的年均增速，而软控股份的市场占有率每年提升 2%，则未来五年橡胶机销售收入保持 25-30%的增速。

表 4：软控国内橡胶机械收入预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
市场规模	105.00	120.75	138.86	159.69	183.65	211.19
软控市场占有率	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25
收入	15.75	20.53	26.38	33.54	42.24	52.80
		30%	29%	27%	26%	25%

数据来源：万联证券研究所

此外，09 年股东大会上，董事长袁仲雪提出，三年内软控与橡胶有关的设备销售就能做到世界第一，2010 年全球排名第一的神户制钢收入为 3.5 亿美元，软控收入为 2.3 亿美元，还有 52% 的差距。

海外市场方面，由于全球轮胎产能向橡胶生产地转移，东南亚和印度已经成为全球橡胶销售增长最快的区域。除了跨国公司企业在这两个区域设厂之外，本土需求也非常强劲。印度的情况类似中国 90 年代，汽车工业和高速公路快速发展，从斜交胎为主向子午胎项目转变，对子午胎装备有大量需求；其他东南亚国家经济比较落后，目前正大力发展本国经济，首选就是发展橡胶工业，但缺少技术基础，以前就是卖天胶，附加值低，对产业没带动，现在在做产业链的完善和延伸，政府在推动本国橡胶工业发展。2010 年，印度和东南亚橡胶销售收入合计已超过 10 亿美元，占全球的 31.2%，已超过中国地区市场

东南亚和印度市场空间大，自动化程度低，正处于快速发展的阶段。这些区域本土没有好的橡胶企业，需要有人提供技术上的指导和支持，想得到发达国家的支持比较难，一是差距比较大，二是大部分技术在跨国轮胎巨头手上，这些巨头不希望给竞争对手提供支持。因此能够给这两个区域提供交钥匙工程和全面技术支持的企业很少。软控股份可以提供全套装备的交钥匙工程及人员培训支持（软控股份下属培训学校青岛轮胎专修技术学院），而且由于橡胶企业大多生产一种或几种装备，软控股份的交钥匙工程实施能力在海外基本没有竞争对手，因此在这些国家很受欢迎。

目前海外市场收入仅占公司收入的 6% 不到，未来海外市场的空间将不亚于国内市场。

4.2 化工行业：示范工程叩开万亿级市场大门

4.2.1 伊科思项目是软控切入化工行业的起点

2009 年 5 月中标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/年项目是软控股份跨行业发展的标志，该项目合同总金额 2.6 亿，项目属于“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、安装等均由软控股份全部承包，使公司的核心技术在化工行业得以系统的应用。

青岛伊科思新材料股份有限公司是由青岛伊科思技术工程有限公司发起成立的民营企业。而青岛伊科思技术工程有限公司则是由原属于青岛科技大学的“山东省化工过程工程技术设计研究中心”经改制而成立的为石油、石化、化工、轻工、医药等流程工业提供应用软件和工程技术的高新技术企业。伊科思新材料公司注册资本 10000 万元，位于青岛莱西市，占地 600 亩。主要生产自主研发的新型环保聚氨酯和异戊橡胶两大类产品。

异戊橡胶是聚异戊二烯橡胶的简称，是合成橡胶的一种。合成橡胶是由人工合成的高弹性聚合物。也称合成弹性体，是三大合成材料之一，其产量仅低于合成树脂（或塑料）、合成纤维。异戊橡胶因其结构和性能与天然橡胶近

似，故又称合成天然橡胶。它是一种综合性能很好的通用合成橡胶，与天然橡胶一样，具有良好的弹性和耐磨性，优良的耐热性和较好的化学稳定性。异戊橡胶生胶（未加工前）强度显著低于天然橡胶，但质量均一性、加工性能等优于天然橡胶。异戊橡胶主要用于轮胎生产，除航空和重型轮胎外，均可代替天然橡胶，还可以用于生产各种橡胶制品。

近几年，我国橡胶消耗量居世界第一位，而天然橡胶资源严重不足，对外依存度超过 75%，成为国家战略物资安全的重大隐患，也成为制约我国橡胶工业发展的最大瓶颈。因此，寻求天然橡胶的替代品，大力发展合成橡胶，尤其是有“合成天然橡胶”之称的异戊橡胶，提高合成橡胶使用比例，已成为解决天然橡胶短缺的最佳选择。

异戊橡胶是我国七大基本胶种中最后实现工业化生产的产品，近年来随着我国橡胶工业的快速发展，异戊橡胶的需求增长速度较快。但是由于国内一直没有实现工业化生产，国内市场所需的异戊橡胶都需要从国外进口。而自 2010 年以来，我国已经先后有多套异戊橡胶装置实现了工业化生产，并且目前还有多套生产装置正在建设。

据国际合成橡胶生产者协会统计，世界异戊橡胶生产国美国、荷兰、俄罗斯、南非、日本 2010 年产能分别为 9 万吨、1.5 万吨、51.2 万吨、0.4 万吨、8.6 万吨。

中国石化经济技术研究院高级工程师杨秀霞认为，我国异戊橡胶需求将以年平均 34% 的速度增长，2015 年的需求量将达到 30 万吨左右。假设目前天然橡胶用量的 20% 由异戊橡胶来替代，按 2010 年国内天然橡胶用量 310 万吨计算，需消费异戊橡胶 62 万吨，预计到 2015 年我国天然橡胶需求量达到 480 万吨左右，这样异戊橡胶的需求量则在 96 万吨左右，由此可见我国异戊橡胶市场的潜力之大。

在青岛伊科思 3 万吨异戊橡胶之后，软控股份又与伊科思签订了两个大单：2010 年 5 月 17 日签订的抚顺伊科思 1 期项目，合同项目为 15 万吨/年裂解碳五分离项目的项目设计、设备制造、设备材料采购、安装及服务。总合同金额 2.93 亿；2011 年 3 月 29 日签订抚顺伊科思 2 期项目，合同项目为抚顺伊科思新材料有限公司 4 万吨/年异戊橡胶联合装路项目的设备设计、制造、安装及服务。合同金额为 9151 万元，加上压力容器，预计实际合同执行金额超过 1 亿。

与伊科思陆续签订大单说明软控的能力得到了客户的认可，而软控也通过伊科思项目积累化工行业总包经验，打造示范项目。

4.2.2 新客户开拓橡胶之外的领域

2011 年 7 月 22 日，公司全资子公司软控重工与汉唐融资租赁、洛阳骏马化工有限公司签订了《租赁物件买卖合同》，同时骏马化工与汉唐租赁签订了《融资租赁合同》，约定汉唐租赁根据骏马化工的要求向公司全资子公司软控重工购买氨合成塔、分离器、冷热交换器等压力容器产品以及设备安装工

程等（以下又称“标的物”），支付价款合计人民币 2.4 亿元，并将标的物出租给骏马化工使用。

该合同的实质是软控以融资租赁的方式为骏马化工提供生产线总包服务。骏马化工的控股股东为昊华骏化集团有限公司，昊华骏化集团是中国化工集团旗下的中央直属控股企业，现为中国氮肥 50 强和中国化工 100 强企业，资产规模超过 400 亿元，销售收入 300 亿元，实力雄厚。

值得注意的是伊科思项目的产品是合成橡胶，属于橡胶行业的延伸，而骏马化工主营产品是化肥，软控为其提供的生产线用于生产三聚氰胺，该合同的签订表明软控已经开始突破橡胶之外的化工领域。

4.2.3 化工装备市场空间广阔，公司具备泛化工行业项目实施能力

化工行业属于国民经济基础产业，市场空间极为广阔。2010 年底，我国石油和化工产业完成固定资产投资 1.15 万亿，同比增长 13.8%。随着宏观经济平稳增长，预计“十二五”期间，石油和化工行业固定资产投资仍将保持平稳上升趋势。

而化工行业虽然下游产品极为分散，但化工项目的核心技术是工艺，从硬件装备（主要包括泵塔罐）来说差别不大。软控股份实施化工项目，依然采取软硬件结合，提供信息化装备的模式。在信息化方面主要依靠母公司，在化工硬件装备方面主要依托两个子公司软控重工与大连天晟。

软控重工创立于 1968 年，其前身是青岛雁山压力容器有限公司，2008 年成为软控股份有限公司的全资子公司。公司注册资金 1.1 亿元，拥有多年设计制造安装化工、化肥、军工、石油、食品、医药、啤酒、橡胶、钢铁、热电等领域成套设备的丰富经验，是国家化工装备行业骨干企业，获得国家质检总局颁发的 A1、A2 级压力容器设计许可证，A1、A2 级压力容器制造许可证，GB 类、GC1 级压力管道安装许可证。

大连天晟为公司 2009 年以 350 万元收购的子公司，拥有 70%的股权。大连天晟通用机械有限公司成立于 2004 年，致力于为客户提供合成橡胶、热塑性弹性体的工业解决方案和技术装备，包括工业生产线的工艺方案设计，成套设备的研发、设计和制造，现有生产线的扩产节能改造，以及国产化备品备件加工。公司主要产品为挤压脱水膨胀干燥一体机、挤压脱水机，主要用于合成橡胶后处理过程中必须的挤压脱水、膨胀干燥工序。

大连天晟的创业者多为大型国企中毕生从事高分子材料加工设备设计和制造的专家，从 1989 年开始涉足合成橡胶后处理设备领域，20 年来专注于合成橡胶后处理设备的开发、设计和创新，具有很强的自主研发、设计、制造能力以及丰富的设备安装、调试、开车经验。针对合成橡胶后处理的核心设备挤压脱水机和膨胀干燥机，公司打破国外厂商的技术垄断，形成独具特色的设计理念和设计方案，可根据客户需求设计各种胶种后处理解决方案，确保橡胶不变性、不变色。目前公司自主设计制造的合成橡胶后处理整套技术方案和装备被多家企业所采用，且运行稳定。

凭借母公司在信息化方面的技术优势，以及两个子公司在硬件上的实力，软控股份在化工装备领域，技术具备了泛行业的实施能力，目前主要的瓶颈在于客户拓展。公司在化工领域的思路是先树立示范工程，打响品牌，再追求规模扩张。

我们认为，背靠青岛科技大学在化工行业的深厚底蕴，结合软控领先的技术优势以及强大的执行能力，公司在化工装备领域的拓展值得期待。

4.3 新业务：储备丰富，可期待的业务众多

超前的战略规划与重视创新研发的公司文化，使得软控具备丰富的储备业务，其中具备灿烂前景的不在少数。

4.3.1 轮胎循环利用

世界各国政府、地方政府和国际大公司等都在迫切需求解决日益严重的废旧轮胎处理问题的方法。废旧橡胶作为可资源化的高分子材料，对其完全利用也愈来愈受到各国绿色环保组织和资源化产业部门的重视。

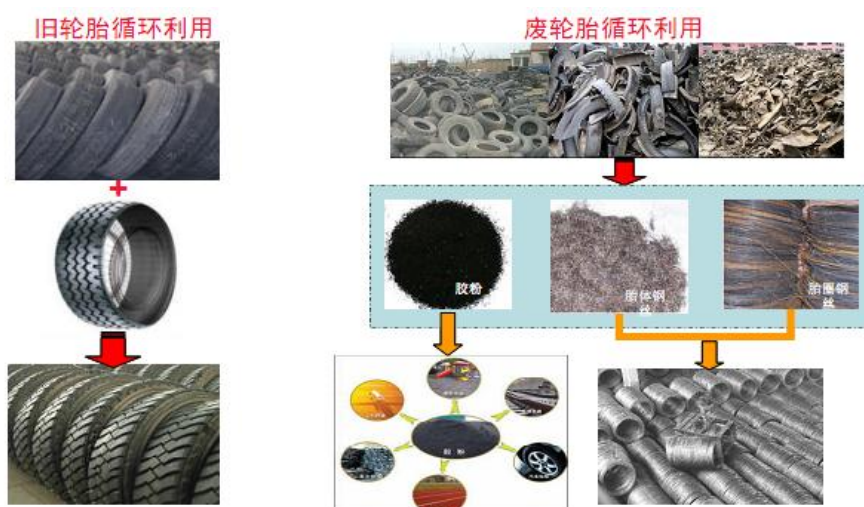
废旧轮胎包括废轮胎与旧轮胎两类，废轮胎与旧轮胎是根据轮胎胎面的磨损及胎体的好坏程度等一系列指标来界定的。旧轮胎可以翻新使用；废轮胎不能翻新。废旧轮胎的再利用方式可简单分为三种：

(1) 原形利用：将胎面进行翻新，延长轮胎的使用寿命，也可将废旧轮胎直接用作护舷材料、游戏用具和隔音消音材料等；

(2) 加工利用：再生胶和胶粉为废旧轮胎加工利用的两个途径；

(3) 热利用：通过废轮胎“热裂解”技术，每条废轮胎可分解成 45% 的燃料油、35% 的炭黑、10% 的钢丝和 10% 的可燃性气体经过，可提取 2~3 加仑的油及烃和炭黑等其他干馏分解物，另外燃烧一条废旧轮胎可产生约 32kJ 的热量。

图 22：废旧轮胎利用方式



数据来源：公司网站，万联证券研究所

我国年均橡胶消耗量占世界橡胶消费总量的 30%，每年橡胶制品工业所需 70%以上的天然橡胶、40%以上的合成橡胶需要进口，供需矛盾十分突出，橡胶资源短缺对国民经济发展的影响日益显现。轮胎是最主要的橡胶制品，2009 年我国生产轮胎消耗橡胶已占全国橡胶资源消耗总量的 70%左右，2010 年我国产生废轮胎 2.56 亿条。

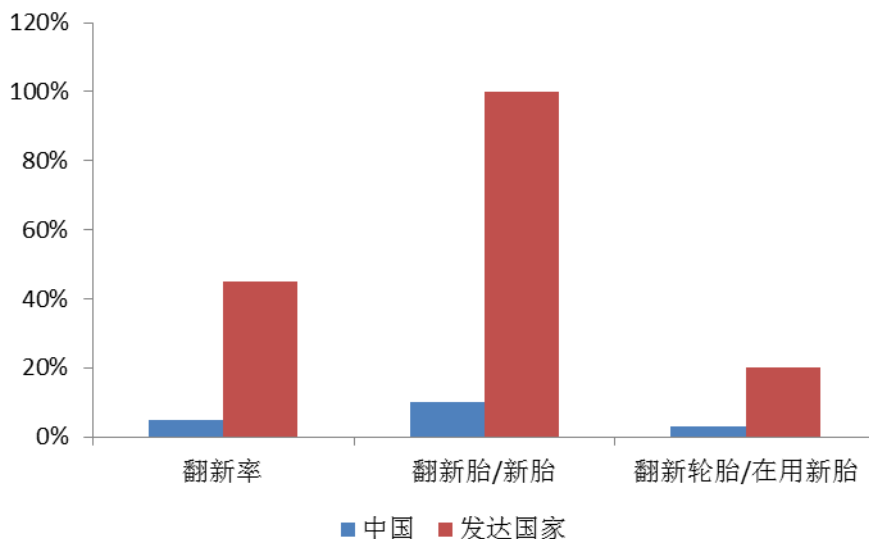
轮胎翻新是指旧轮胎经局部修补、加工、重新贴覆胎面胶后再进行硫化，恢复其使用价值，是新轮胎生产的延伸和补充，也是轮胎循环利用产业链中的重要环节。一次翻新胎价格约为新轮胎的 80%。

在良好的使用、保养条件下，一条子午线轮胎可以翻新 3~6 次，翻新轮胎的使用寿命相当于新胎的 60~80%，预硫化翻新轮胎基本上接近新胎，采用进口优质材料的甚至可以达到新胎行驶里程的 1.2 倍；而翻新 1 条旧轮胎所消耗的原材料只相当于制造 1 条同规格新轮胎的 15~30%，消耗的能源为新轮胎的 20~30%，价格仅为新轮胎的 20%~50%，同时还避免了废旧轮胎丢弃可能带来的环境污染问题。因此，轮胎翻新业务又被称为“最经济的循环利用”。

随着这几年我国经济和汽车工业的快速发展，国内汽车保有量已突破 1 亿辆，每年废旧轮胎产生量以 8~10%的速度递增，2010 年我国产生废轮胎 2.56 亿条，重量达 940 万吨，折合橡胶资源约 300 多万吨，若能全部回收再利用，相当于我国 5 年的天然橡胶产量。这还不包括每年报废的大量胶管胶带、摩托车胎、电动车胎、自行车胎、胶鞋等众多废旧橡胶制品，其数量也在几百万吨。

2009 年，我国轮胎翻新产量仅为 1300 万条，翻新率不足 5%，而发达国家轮胎翻新比例在 45%以上。我国翻新胎的使用比例也远远低于欧美国家。美国的新胎与翻胎的使用比例，目前已经达到 1:1，而中国则仅是 10:1。据轮胎翻修与循环利用协会数据，我国旧轮胎的翻新率仅占国内在用新胎量的 3%，而在欧美国家一般在 15-20%。

图 23：我国轮胎翻新率远低于发达国家

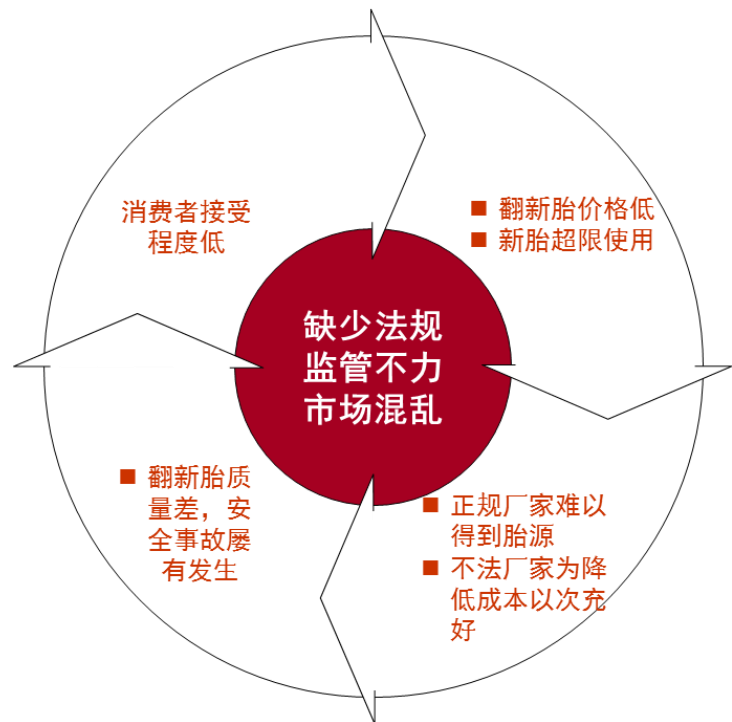


数据来源：万联证券研究所

我国废旧轮胎翻新率低主要有以下几个原因：

- 1、需求端消费者认识不足：大多数轮胎使用者对翻新轮胎没有足够的认识，缺乏信心，普遍认为翻新轮胎并不安全，为了降低运输成本而过度地使用轮胎，许多轮胎的使用已超过磨损标志，甚至已损伤轮胎的骨架结构，致使轮胎损耗过大，胎体不能再循环利用，如此导致可翻新胎体数量大大减少，正规翻新厂家难以得到胎体；
- 2、供给端部分翻新厂家存在问题：由于目前国内翻新轮胎的销售价格普遍偏低，许多厂家为了提高经济效益采取了许多降低成本的措施，例如降低设备投入的标准，甚至采用自制的设备工具代替标准的设备工具，选取价格低廉的胎面胶和中垫胶来降低生产成本，选用价格低廉的修理材料（补片）等等，很多手工作坊只需 2-3 人，初始投入二三十万购买一台打磨机、一台胶片机即可开工，而正规翻新设备售价在 500 万左右。这些方法降低了成本，但给翻新轮胎质量的稳定性，使用寿命和安全性带来许多隐患，直接影响了翻新轮胎的声誉和使用量。由于质量问题导致使用量的下降，又直接影响了翻新轮胎的价格，同时轮胎使用者也会因此超限使用新轮胎，造成正规翻新厂家难以得到符合要求的胎体，形成一种恶性循环，使轮胎翻新厂陷入困境。
- 3、在制造环节，我国的新轮胎制造大多在设计指标对可翻新性能指标考虑较少。

图 24：中国轮胎翻新市场进程慢的原因



数据来源：公司网站，万联证券研究所

市场陷入困境的核心原因在于我国废旧轮胎的回收利用缺少一部正规的管理法规，有标准无监管的情况比较严重，导致轮胎翻新市场比较混乱。而发达国家都有比较完善的法规：在美国，有《国家环境政策法》、《资源与回收法》、《轮胎回收利用法》；法国有《废弃物及资源回收法》；德国有《循环经济与废弃物管理法》；韩国有《资源节约与再生使用促进法》；日本有《促进循环型社会基本法》；及我国的台湾地区有《废弃物清理法》、《资源回收再利用法》和《废轮胎回收清除处理费费率》。以美国为例，美国轮胎有严格的使用标准，严格规定新胎使用替换期限，在新胎销售时就要交 1-5 美元的回收费，在翻新胎使用上有严格的规定，对国有企业有翻新胎的使用比例要求，轮胎超限使用出事故，保险公司不理赔等措施使得轮胎翻新市场健康有序运营。

随着国内资源利用和环境保护的意识不断增强，上述局面在近两年可能发生根本性的转变。

根据工信部今年 1 月出台的《废旧轮胎综合利用指导意见》，到 2015 年，载重轮胎翻新率提高到 25%，巨型工程轮胎翻新率提高到 30%，轿车轮胎翻新实现零的突破。废轮胎资源加工环保达标率达到 80%。稳定发展再生橡胶产品，年产量达到 300 万吨；橡胶粉年产量达到 100 万吨；热解达到 12 万吨。

同时，监管和标准的制定工作也在紧密推进。“十二五”开局之年，中国轮胎翻修与循环利用协会正在积极配合政府主管部门制定旧轮胎翻新与废轮胎综合利用行业的准入条件，现已进入工业和信息化部报批阶段，同时，协会

还在积极做好相关行业标准起草计划，以配合这两个准入条件的实施，行业将迎来新的发展机遇。

由于轮胎翻新在国内尚处于起步阶段，市场规模缺少统计数据。我们对轮胎翻新的市场空间进行了一个简单的估算，以 2010 年废旧轮胎量 2.56 亿条、翻新轮胎数 1400 万条为基数，假设废旧轮胎量每年提高 10%，翻新轮胎比例每年提高 0.2%，每条翻新轮胎售价 1000 元，每 2 万条翻新轮胎设备投资 500 万元，则翻新胎年销售额在 150 亿以上，每年新增产能的设备投资额在 5 亿以上。

表 5：轮胎翻新市场容量测算

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
废旧轮胎数量（百万）	256.00	281.60	309.76	340.74	374.81	412.29
翻新率	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	6.3%	6.5%
翻新胎数量（百万）	14.00	15.96	18.18	20.68	23.50	26.67
翻新胎销售额（亿元）	140.00	159.63	181.79	206.78	234.96	266.70
翻新设备销售额（亿元）		4.91	5.54	6.25	7.04	7.94

数据来源：万联证券研究所

在轮胎翻新领域，软控股份进入比较早，在赛轮有示范基地，技术水平国际领先。由于国内市场不规范，因此生产线目前以出口为主，未来公司考虑，不会将设备销售作为主要方向，而是参与到轮胎翻新的整个过程来，结合设备提供服务，形成稳定的收入来源。

旧轮胎在翻新 3-5 次之后，就报废成为废轮胎。目前我国废轮胎主要用于生产再生胶和胶粉。但再生胶生产能耗高、污染重，在世界范围内逐渐被淘汰；胶粉产品在我国的市场应用还未大面积推广、生产能力有限。此外，橡胶产品经过 2-3 次重复利用后就不能再用于生产橡胶制品，“热裂解”技术是废轮胎循环利用的最终途径，也是废旧轮胎处理的重要方法之一。

“热裂解”技术可将废旧轮胎分解成 45% 的燃料油、35% 的炭黑、10% 的钢丝和 10% 的可燃性气体，经济价值很大。区别于“土法炼油”，“热裂解”技术可实现废旧轮胎中各类资源的充分回收，不污染环境。

由于裂解在国内处于起步阶段，市场规模缺少参考数据。2010 年 9 月，上市公司江苏三友公告，与上海金匙环保科技有限公司签订了“工业化集成控制固废裂解生产线”项目的《合作协议书》。项目总投资约 6.5 亿元人民币。设计产能总规模为年处理 20 万吨 GK/RP-10000A 弃废轮胎裂解工业化生产线的现代化工厂。项目分三期进行实施，一期工程总投资约 1.5 亿元人民币，建成具备年生产处理 4 万吨弃废轮胎裂解工业化生产线，其中江苏三友投资 9000 万现金，上海金匙环保以年处理 2 万吨废轮胎的生产设备出资，折合 6000 万元人民币，其余年处理 2 万吨废轮胎的生产设备由新公司向金匙环保购买。二期工程总投资约 2 亿元人民币，建成具备年生产处理 6 万吨弃废胶胎裂解工业化生产线。三期工程：总投资约 3 亿元人民币，建成具备年生产处理 10 万吨弃废胶胎裂解工业化生产线。按照上述数据计

算，轮胎裂解生产线投资约为 3000 万/万吨，以 2010 年废旧轮胎 940 万吨计算，生产线投资接近 300 亿。

软控围绕轮胎的全生命周期，进行废旧轮胎处理生产线研发生产，拟在年内建设热裂解生产线示范工程，并积极进行自有裂解技术的研发，如裂解技术研发取得突破，将给软控带来全新的增长空间。

4.3.2 机器人

机器人（Robot）是自动执行工作的机器装置，联合国标准化组织采纳了美国机器人协会给机器人下的定义：“一种可编程和多功能的的操作机；或是为了执行不同的任务而具有可用电脑改变和可编程动作的专门系统。”

从国际来看，在经过 2009 年金融危机的影响后，体现行业景气程度的全球工业机器人年新安装量 2010 年出现了大幅反弹。2010 年全球工业机器人新安装量接近 12 万台，比 2009 年实现翻番增长。IFR 预测 2011 年全球工业机器人新安装量将维持 10%-15%的稳定增长，其中以中国为首的亚洲市场将是增长最快的地区。

截止到 2009 年底，中国运行中的工业机器人的仅为 3.68 万台，数量仅为日本的 10.8%，德国的 25.2%。IFR 预计到 2012 年，工业机器人的运行数量增速最快的是中国和印度，分别涨幅 64%和 69%，达到 60400 台和 7100 台。

图 25：中国、德国、日本运行中工业机器人数量对比

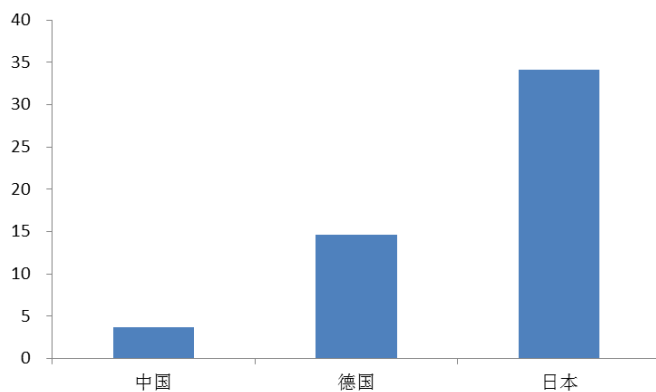
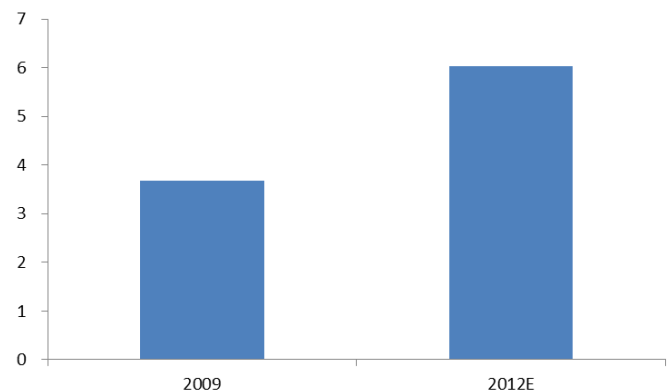


图 26：未来两年中国工业机器人数量增长迅猛



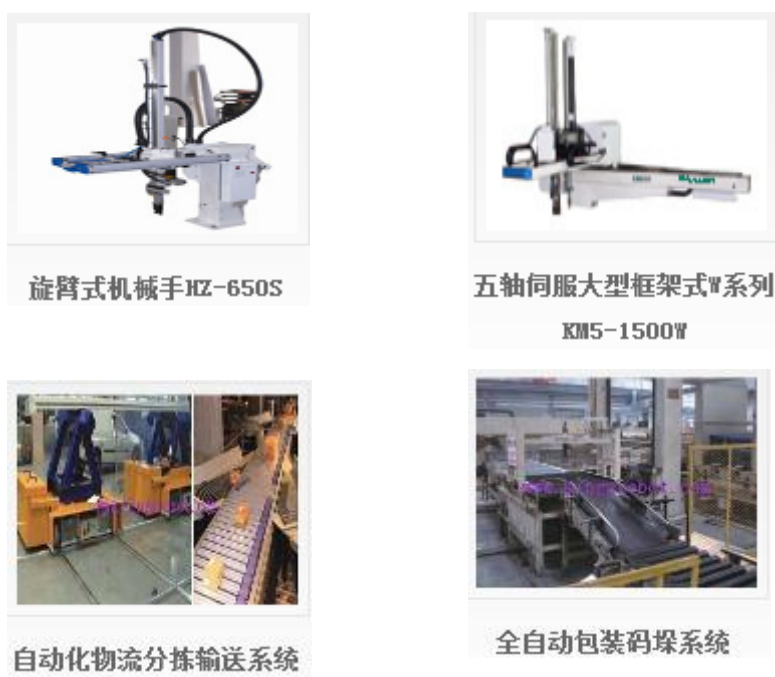
资料来源：WIND，万联证券研究所

2011 年 8 月，富士康总裁郭台铭表示，目前，富士康的员工总人数已经接近 120 万人，其中大陆员工超过 100 万人，仅深圳就超过 40 万，因此富士康将加快转型步伐，未来富士康将增加生产线上的机器人数量，以完成简单重复的工作，取代工人。目前富士康有 1 万台机器人，明年将达到 30 万台，3 年后机器人的规模将达到 100 万台。这些机器人主要用在喷涂、焊接、装配等工序上。

国内工业机器人新安装量出现快速增长的主要动力来自于三方面：生产工艺及技术的进步催生对机器人和自动化装备的需求；劳动力供应减少，人力成本的上升推动机械对人工的替代；国家对机器人及自动化行业的战略扶持。

软控的机器人业务来自 2010 年 2 月收购的子公司青岛科捷，青岛科捷下设机械手、自动化及工业机器人应用工程、机器人消防员系统三大事业群，产品系列包括注塑/钣金机械手、自动化装配/检测/包装/物流系统、机器人应用工程、专用生产检测设备等，主要应用于基础事业、汽车及其零部件、工业电器、电子通讯、食品饮料、医疗、日化、家电等工业领域的工厂或过程自动化。下游客户包括知名制造业巨头，富士康、美的电器、一汽大众、西门子、海信、惠而浦、澳柯玛、西可通信等，其中富士康是公司最主要的客户。

图 27：青岛科捷的机器人产品



数据来源：公司网站，万联证券研究所

软控收购青岛科捷具有很强的协同效应，青岛科捷的创业团队来自海尔机器人，公司设计能力较强，但受资金和下游市场客户限制较大。而软控作为上市公司，能为科捷带来充足的资金支持以及橡胶、化工行业的大量客户，同时科捷的自动化技术对于软控的机械装备业务是非常有益的补充。因此 2010 年用 750 万元便收购了青岛科捷 80% 股权。

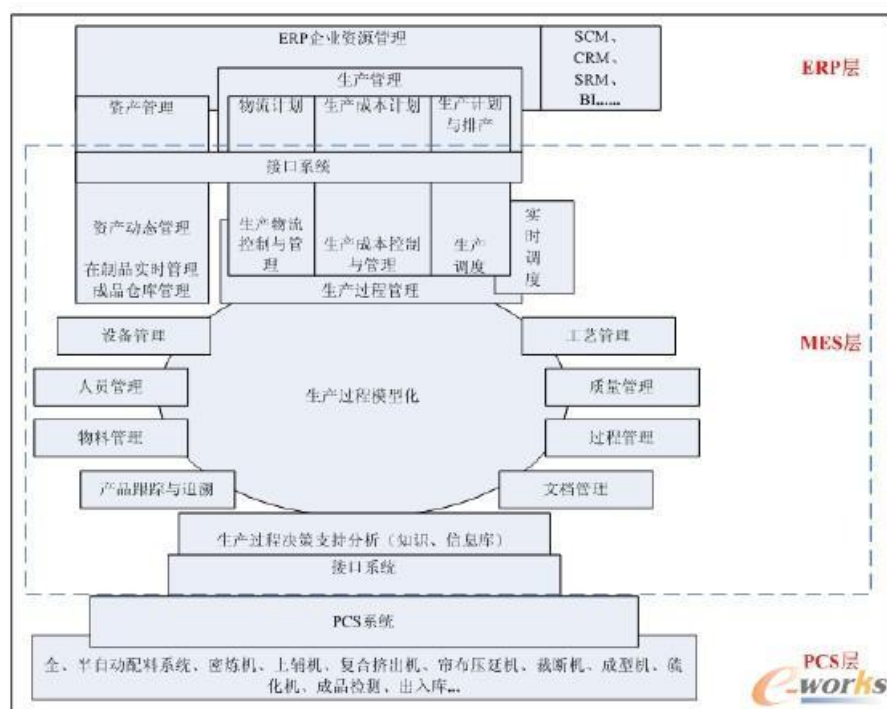
目前软控对机器人业务的规划，一方面是保证青岛科捷在原有市场继续扩大规模，并向汽车电子方向发展；一方面科捷将为软控的橡胶机械提供自动化生产线和机器人技术。目前电子行业自动化程度很高，机器人普遍应用，而橡胶行业还处于比较落后的阶段。软控已经研发成功自动化轮胎翻新设备，和轮胎物流与仓储自动化设备。

2011 年上半年，软控的机器人业务爆发增长，实现收入 0.3 亿，增长 104%，毛利 0.1 亿，增长 133%，全年将实现 100% 以上的增长。

4.3.3 MES 系统

MES（制造执行系统，manufacturing execution system）能通过信息传递对从订单下达到产品完成的整个生产过程进行优化管理，与企业资源计划系统 ERP 和过程控制系统 PCS 共同构成制造业信息系统的三个层级。MES 系统一般包括订单管理、物料管理、过程管理、生产排程、品质控管、设备控管及对外部系统的 PDM 整合接口与 ERP 整合接口等模块。

图 28：软控股份 MES 系统体系结构



数据来源：公司网站，万联证券研究所

目前，随着工业自动化程度的提高，大部分的轮胎企业都拥有了底层的控制系统（PCS）；随着企业规模的增大、管理水平的提高，不少企业都实施了 ERP 系统，但大多数轮胎企业车间生产还主要依靠人工进行管理，管理层（ERP）数据和控制层（PCS）数据之间缺乏有效联系和沟通，形成“信息孤岛”，致使 ERP 系统缺乏足够的车间控制信息而无法满足企业生产的随机性、动态性的要求，无法有效指导车间生产计划的执行，严重制约了企业生产管理水平的提高。

ARC 在 2005 年底的研究显示，2006 年流程行业全球 MES 市场规模预计为 15 亿美元，复合平均增长率为 11.8%，到 2010 年为 25 亿美元。根据国际 MES 协会测算，2010 年我国 MES 市场规模约为 10.5 亿元，年增速约为 21%，其中化工橡胶行业是我国 MES 应用的第一大行业，2010 年市场规模约为 1.77 亿元

软控一直致力于轮胎橡胶行业的信息化，MES 系统是软控的重点产品之一，目前在轮胎行业基本处于独家供应商的地位，罕有竞争对手。客户包括赛轮轮胎、风神股份、金隅轮胎、杭州中策等。

2011 年上半年 MES 系统实现收入为 1400 万元，毛利率达到 76%。我们认为，虽然目前尚难以确定 MES 市场爆发的时点，但随着轮胎企业信息化程度提升，上 MES 系统必然是大势所趋。而且随着公司的 MES 产品逐步稳定并且在橡胶、化工行业得到更多应用，公司对行业的理解和实施能力也得到更多积累，有望实现 MES 业务的跨行业扩张。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 11-13 年营业收入分别为 21.2 亿、29.2 亿和 38.6 亿元，三年 CAGR 37%；净利润分别为 5.5 亿、7.4 亿和 9.6 亿元，三年 CAGR 37%；EPS 分别为 0.73、0.99 和 1.29 元。目前股价对应 11-13 年 PE 分别为 26、19、15 倍。

公司是橡胶行业龙头，信息化改造传统产业的领导企业，工业化与信息化融合的典范，业务符合行业发展趋势与政策扶持方向。同时公司管理层具备优秀的战略视野和强大的执行力，跨行业拓展打开公司收入上升空间。目前股价具备很好的投资价值，我们给予公司“买入”评级。目标价区间 21.9-25.6 元，对应 11 年 30-35 倍 PE。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	912.49	1128.23	1499.96	2118.08	2915.40	3857.55
增长率(%)	81.60%	23.64%	32.95%	41.21%	37.64%	32.32%
归属母公司股东净利润	224.07	294.76	372.96	545.16	736.78	958.07
增长率(%)	56.34%	31.55%	26.53%	46.17%	35.15%	30.04%
每股收益(EPS)	0.302	0.397	0.502	0.734	0.992	1.291
每股股利(DPS)	0.019	0.000	0.067	0.048	0.065	0.084
每股经营现金流	0.066	0.217	0.122	0.767	-0.008	1.082
销售毛利率	39.30%	40.05%	41.55%	40.23%	40.14%	40.02%
销售净利率	24.56%	26.13%	24.95%	25.82%	25.36%	24.92%
净资产收益率(ROE)	19.18%	14.37%	15.70%	18.90%	20.62%	21.44%
投入资本回报率(ROIC)	24.97%	19.79%	19.07%	19.79%	26.83%	25.93%
市盈率(P/E)	62.52	47.52	37.56	25.70	19.01	14.62
市净率(P/B)	11.99	6.83	5.90	4.86	3.92	3.13
股息率(分红/股价)	0.001	0.000	0.004	0.003	0.003	0.004

报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	912.49	1128.23	1499.96	2118.08	2915.40	3857.55
减: 营业成本	553.87	676.39	876.78	1265.93	1745.17	2313.57
营业税金及附加	6.00	9.50	11.81	16.94	23.32	30.86
营业费用	14.46	18.11	32.74	42.36	55.39	73.29
管理费用	113.61	149.86	195.05	275.35	379.00	501.48
财务费用	7.95	4.08	4.83	-28.33	-42.85	-59.42
资产减值损失	32.75	8.33	18.37	19.81	19.81	19.81
加: 投资收益	0.00	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	183.87	261.96	360.38	526.01	735.54	977.95
加: 其他非经营损益	58.01	71.07	77.56	81.75	85.84	90.13
利润总额	241.88	333.02	437.94	607.76	821.38	1068.09
减: 所得税	17.80	38.17	63.73	60.78	82.14	106.81
净利润	224.07	294.85	374.21	546.99	739.24	961.28
减: 少数股东损益	0.00	0.09	1.25	1.82	2.47	3.21
归属母公司股东净利润	224.07	294.76	372.96	545.16	736.78	958.07
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	485.55	875.62	836.80	1224.28	1289.93	2171.15
应收和预付款项	706.60	953.85	1709.46	1499.90	2918.53	2929.32
存货	482.67	365.38	637.07	1020.95	1264.75	1765.39
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06
投资性房地产	19.04	18.47	18.02	15.60	13.18	10.76
固定资产和在建工程	294.71	462.70	681.88	583.60	485.32	387.04
无形资产和开发支出	145.43	147.13	147.86	132.68	117.51	102.33
其他非流动资产	0.46	1.88	12.01	6.00	0.00	0.00
资产总计	2138.51	2829.09	4047.17	4487.09	6093.29	7370.06
短期借款	210.00	80.00	248.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	746.26	691.45	1389.62	1566.22	2481.38	2859.55
长期借款	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他负债	13.82	4.16	7.98	7.98	7.98	7.98
负债合计	970.08	775.61	1665.59	1594.20	2509.36	2887.53
股本	284.94	494.91	742.37	742.37	742.37	742.37
资本公积	251.62	630.39	382.93	382.93	382.93	382.93
留存收益	631.87	926.59	1249.79	1759.28	2447.86	3343.24
归属母公司股东权益	1168.43	2051.89	2375.09	2884.58	3573.16	4468.54
少数股东权益	0.00	1.59	6.48	8.31	10.77	13.98
股东权益合计	1168.43	2053.48	2381.57	2892.89	3583.93	4482.53
负债和股东权益合计	2138.51	2829.09	4047.17	4487.09	6093.29	7370.06
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	49.18	160.84	90.42	569.24	-6.25	803.36
投资性现金净流量	-174.67	-184.96	-236.84	73.58	77.26	81.12
筹资性现金净流量	97.03	449.40	134.26	-255.34	-5.36	-3.27
现金流量净额	-30.45	425.59	-13.44	387.49	65.65	881.22

财务分析和估值指标汇总						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	39.30%	40.05%	41.55%	40.23%	40.14%	40.02%
三费/销售收入	14.91%	15.25%	15.51%	13.66%	13.43%	13.36%
EBIT/销售收入	27.08%	29.52%	29.20%	27.36%	26.70%	26.15%
EBITDA/销售收入	29.18%	31.89%	31.80%	32.18%	30.21%	28.64%
销售净利率	24.56%	26.13%	24.95%	25.82%	25.36%	24.92%
资产获利率						
ROE	19.18%	14.37%	15.70%	18.90%	20.62%	21.44%
ROA	11.56%	11.77%	10.82%	12.91%	12.78%	13.69%
ROIC	24.97%	19.79%	19.07%	19.79%	26.83%	25.93%
增长率						
销售收入增长率	81.60%	23.64%	32.95%	41.21%	37.64%	32.32%
EBIT 增长率	62.21%	34.75%	31.50%	32.31%	34.36%	29.56%
EBITDA 增长率	63.34%	35.14%	32.56%	42.88%	29.22%	25.45%
净利润增长率	56.34%	31.59%	26.91%	46.17%	35.15%	30.04%
总资产增长率	23.13%	32.29%	43.06%	10.87%	35.80%	20.95%
股东权益增长率	21.89%	75.61%	15.75%	21.45%	23.87%	25.06%

经营营运资本增长率	69.39%	34.81%	45.61%	13.02%	62.04%	16.14%
资本结构						
资产负债率	45.36%	27.42%	41.15%	35.53%	41.18%	39.18%
投资资本/总资产	54.55%	56.43%	55.91%	51.79%	52.33%	47.34%
带息债务/总负债	21.65%	10.31%	16.09%	1.25%	0.80%	0.69%
流动比率	1.75	2.85	1.94	2.39	2.21	2.40
速动比率	1.25	2.37	1.55	1.74	1.70	1.78
股利支付率	6.36%	0.00%	13.27%	6.54%	6.54%	6.54%
收益留存率	93.64%	100.00%	86.73%	93.46%	93.46%	93.46%
资产管理效率						
总资产周转率	0.43	0.40	0.37	0.47	0.48	0.52
固定资产周转率	3.85	2.80	2.72	3.63	6.01	9.97
应收账款周转率	1.55	1.40	1.02	1.70	1.17	1.57
存货周转率	1.15	1.85	1.38	1.24	1.38	1.31
业绩和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	247.14	333.02	437.94	579.43	778.54	1008.67
EBITDA	266.27	359.83	476.98	681.50	880.60	1104.73
NOPLAT	176.60	230.89	304.41	447.91	623.42	826.68
净利润	224.07	294.76	372.96	545.16	736.78	958.07
EPS	0.302	0.397	0.502	0.734	0.992	1.291
BPS	1.574	2.764	3.199	3.886	4.813	6.019
PE	62.52	47.52	37.56	25.70	19.01	14.62
PEG	1.81	1.33	1.02	N/A	N/A	N/A
PB	11.99	6.83	5.90	4.86	3.92	3.13
PS	15.35	12.42	9.34	6.61	4.80	3.63
PCF	284.83	87.09	154.92	24.61	-2240.67	17.44
EV/EBIT	21.75	26.68	31.73	23.21	17.50	12.92
EV/EBITDA	20.19	24.69	29.13	19.73	15.47	11.79
EV/NOPLAT	30.44	38.47	45.65	30.02	21.85	15.76
EV/IC	4.61	5.56	6.14	5.79	4.27	3.73
ROIC-WACC	24.97%	19.79%	19.07%	19.75%	26.79%	25.89%
股息率	0.001	0.000	0.004	0.003	0.003	0.004

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。