

审慎推荐-A (首次)

软控股份 002073.SZ

当前股价: 8.15 元

2017 年 07 月 23 日

橡胶机械龙头再出发

基础数据

上证综指	3245
总股本(万股)	93544
已上市流通股(万股)	62596
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	-15.8
资产负债率	42.1%
主要股东	袁仲雪
主要股东持股比例	15.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-21	-30
相对表现	-8	-33	-44



资料来源: 贝格数据、招商证券

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

凭借坚实的技术积累和轮胎生产全产业链覆盖, 公司成为国内第一、全球领先的橡胶机械制造商, 并逐步延伸至智能制造、橡胶新材料等领域。

- **公司是国内领先橡胶机械制造商。**公司主营橡胶装备系统的研发与制造, 具有完整覆盖轮胎七大生产工序的全产业链。公司拥有国内最优的橡胶技术研发平台, 承建了国家级研究中心。经过多年快速发展, 公司销售收入已经跻身全球橡胶前三名, 并曾于 2014 年登顶。最近两年受行业景气下降影响, 公司业绩持续下滑, 2016 年产生亏损, 我们认为 2017 年公司业绩将触底反弹。
- **战略聚焦橡胶主业, 有望逐步提升产品市场份额和定价权。**公司已逐步剥离亏损严重的化工装备业务, 并重新战略聚焦橡胶和轮胎产业。通过组织结构调整和研发产品线, 提高橡胶及相关产品的产品品质, 扩大市场占有率, 最终提升公司市场定价权。同时, 公司将继续丰富智慧工厂和大型通用橡胶产品线, 并拓展产品线至橡胶件、粉料制品、废气治理等领域。
- **橡胶业务成长潜力值得期待。**(1) 公司积极执行国际化战略, 将逐步进入固特异等全球顶尖轮胎厂家供应商体系; (2) 中国轮胎企业海外建厂, 并有望在未来十年成为国际轮胎业更重要的力量, 公司将充分受益这一历史进程。
- **橡胶新材料业务有望创造新的增长点。**公司积极布局橡胶新材料领域, 实现绿色轮胎技术升级, 项目预计年内开工建设, 并在 2018 年底正式投产。
- **智能制造业务增加公司发展活力。**近年来公司积极布局工业机器人和智能物流领域, 科捷机器人和科捷物流已成为相应领域领先供应商, 2016 年收入 2.25 亿, 同比增长 60%, 未来公司将根据行业发展情况继续布局智能制造领域。
- **首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。**我们预测软控股份 2017-2019 年营业收入 27.33、32.60、43.14 亿元, 2017-2019 年 EPS 分别为 0.16、0.29、0.39。我们看好公司提升橡胶机械主业的潜力和竞争力, 认为公司全球市场份额将逐步增长, 产品定价权会不断提升。此外, 我们认为公司将充分受益中国轮胎产业走向全球的发展历程。

□ **风险提示: 宏观经济下行风险; 新材料业务低于预期; 主业经营低于预期**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2516	1933	2733	3260	4314
同比增长	-15%	-23%	41%	19%	32%
营业利润(百万元)	154	-781	113	274	387
同比增长	42%	-607%	-	143%	41%
净利润(百万元)	210	-771	147	269	363
同比增长	9%	-468%	-	83%	35%
每股收益(元)	0.26	-0.82	0.16	0.29	0.39
PE	31.8	-9.9	52.2	28.4	21.1
PB	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、凭借技术优势成为国内橡胶机械龙头	5
1、橡胶装备业内领先，轮胎生产七个环节全覆盖	5
2、多年快速增长之后进入发展停滞期，2017 年始触底反弹	5
二、橡胶装备触底反弹，国际化及新产品打开成长空间	7
1、轮胎行业复苏回暖，橡胶行业景气度回升	7
2、国际化经营稳步推进，海外市场有望逐步打开	9
3、“双反”调查结果利好中国轮胎企业	10
4、伴随“一带一路”政策，中国轮胎企业海外建厂热情高涨	10
5、RFID 商用化可期，新材料投产在即	11
三、智能制造业务不断推进	13
1、公司在轮胎行业首推“智慧工厂”解决方案	13
2、工业机器人业务逐步发力	15
3、物流自动化大势所趋，公司积极布局智能物流业务	17
四、盈利预测与投资建议	20
1、主要的业绩预期假设	20
2、投资建议	21
3、风险提示	22

图表目录

图 1: 软控股份营业收入增长情况	6
图 2: 软控股份净利润增长情况	6
图 3: 软控股份收入构成	6
图 4: 软控股份主营业务毛利和毛利率	6
图 5: 上海期货交易所天然橡胶连续收盘价格走势	7
图 6: 我国轮胎产量逐年走势	8
图 7: 全钢胎和半钢胎开工率	8
图 8: 轮胎企业库存量数据走势	8
图 9: 软控股份海外收入及占比	9
图 10: 轮胎条形码在产品上的应用	12
图 11: 射频识别 RFID 在轮胎中的应用演示	12
图 12: 软控“智慧工厂”解决方案架构	14
图 13: “智慧工厂”智能装备层	15
图 14: “智慧工厂”智能制造管理层	15
图 15: 国产工业机器人当月产量	16
图 16: 工业机器人全球销量情况	16
图 17: 2015 年各地区工业机器人销量占比	16
图 18: 各地区工业机器人销量占全球销量的百分比走势	16
图 19: 近十年物流市场规模及其增长率	17
图 20: 规模以上快递业务月收入及同比增长率	17
图 21: 智能物流行业市场规模及增长率	18
图 22: 物流自动化市场规模及增长率	18
图 19: 软控股份历史 PE Band	22
图 20: 软控股份历史 PB Band	22
表 1: 全球橡胶机械行业 2011-2016 年排名	5
表 2: 美国对华轮胎“双反”调查时间节点	10
表 3: 中国轮胎企业海外工厂及橡胶园建设情况	10
表 4: 益凯新材料研究领域	13
表 5: 公司主要工业机器人产品	17

表 6: 快递上市公司物流自动化投入情况	18
表 7: 公司主要智能物流产品及特点	19
表 8: 公司主要智能物流产品	19
表 9: 销售收入结构预测	20
表 10: 盈利预测简表	20
表 11: 各季度业绩回顾	21
表 12: 估值对比表	21

一、凭借技术优势成为国内橡胶机械龙头

1、橡胶装备业内领先，轮胎生产七个环节全覆盖

软控股份拥有全国橡胶装备领域最优的技术研发平台。软控股份有限公司成立于 2000 年，2006 年在深圳证券交易所上市，是国家重点高新技术企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业和国家规划布局内重点软件企业。公司致力于信息化装备、行业应用软件、橡胶新材料的研发与创新，推动工业智能化发展，为橡胶企业提供软硬结合、管控一体的信息化整体解决方案，并广泛涉足自动化物流、物联网、化工装备、橡胶新材料等领域。公司是全球唯一一家可为轮胎企业提供交钥匙工程的供应商，确立了公司强大的综合竞争实力，并先后承建了国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心、轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室、山东省 RFID 工程技术中心等，拥有全国近半数的橡胶装备研究人员，搭建行业最优的技术研发平台。研发能力已覆盖轮胎生产全线的装备和信息化系统，形成了以市场为导向、以企业为主体、产学研结合的技术创新体系。

公司完整覆盖轮胎生产全产品链。公司的主营业务为橡胶装备系统的研发与制造，目前已形成较完整的轮胎橡胶产品链，能够覆盖轮胎生产的配料、密炼、压延、裁断、成型、硫化、检测七个环节，全面地提供智能化装备及系统软件服务，同时公司利用专业技术优势及产业资源涉足工业机器人、自动化物流、合成橡胶等领域。公司的主要产品包括橡胶机械产品链、工业机器人及自动化物流设备等。

近年来，公司一直位列全球橡胶机械前三名。根据《欧洲橡胶杂志》(ERJ)公布的 2014 年度全球橡机行业报告，软控股份超越德国 HF 公司，成为全球轮胎橡胶装备制造新霸主，销售收入在橡胶机械行业跃升世界第一位，而在 2014 年以前，软控股份也一直位于世界前三位。2015 年公司位居橡机行业世界第二位，2016 年位于世界第三位，始终保持保持行业内领先地位。

表 1: 全球橡胶机械行业 2011-2016 年排名

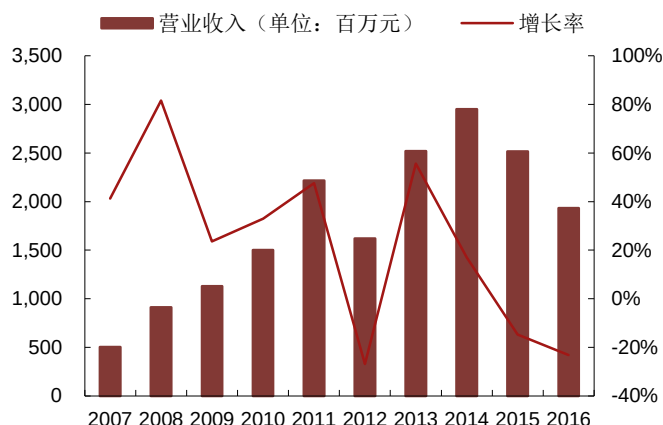
公司名称	2016 排名	2015 排名	2014 排名	2013 排名	2012 排名	2011 排名
H-F 公司 / 德国	1	1	2	1	1	1
VMI / 荷兰	2	3	3	3	3	4
软控股份 / 中国	3	2	1	2	2	2

2、多年快速增长之后进入发展停滞期，2017 年始触底反弹

公司营业收入从 2007 年的 5.02 亿元增长至 2011 年的 22.15 亿元，这 5 年内营业收入持续增长，营业收入复合增长率为 34.54%，但 2012 年呈现负增长，营业收入减少至 16.19 亿元，随后的 2013 年和 2014 年营收又继续增长，于 2014 年达到近十年的峰值 29.50 亿元，但 2015 年和 2016 年营业收入持续下降，2016 年降至 19.33 亿元。

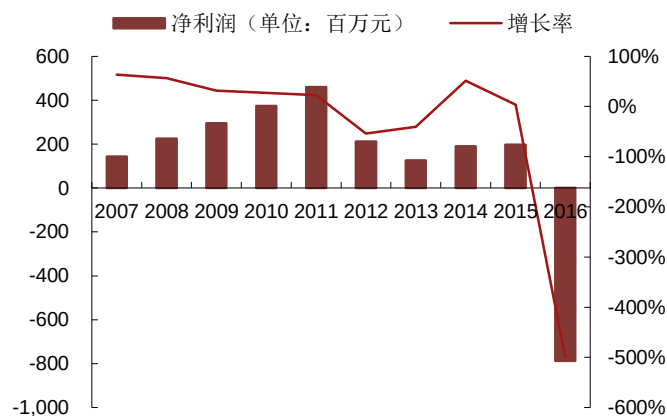
2011 年，公司净利润从 1.43 亿元增长至近十年内的峰值 4.60 亿元，复合增长率为 26.25%，2012 年和 2013 年净利润呈现负增长，减少至 2013 年的 1.25 亿元，随后两年净利润开始缓慢增长，2015 年达到 1.97 亿元，但是 2016 年出现大幅度亏损，净利润降低至 -7.87 亿元，为近十年最严重亏损年度。

图 1: 软控股份营业收入增长情况



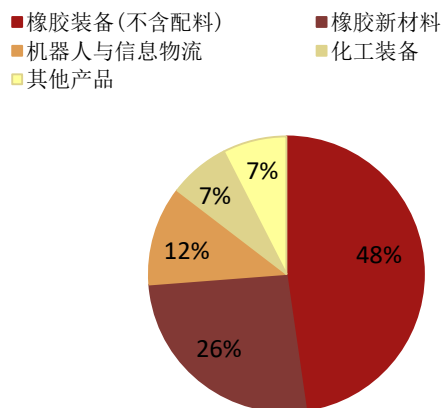
资料来源：公司定期报告、招商证券

图 2: 软控股份净利润增长情况



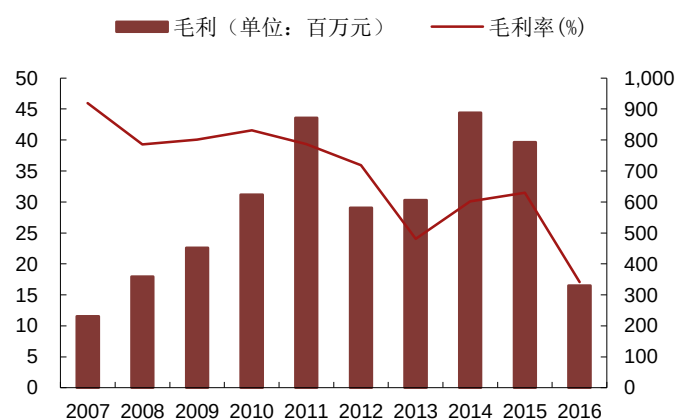
资料来源：公司定期报告、招商证券

图 3: 软控股份收入构成



资料来源：公司定期报告、招商证券

图 4: 软控股份主营业务毛利和毛利率



资料来源：公司定期报告、招商证券

公司 2016 年营业收入 19.33 亿元，同比下降 23.19%，归母净利润-7.71 亿元，同比下降 468.05%，公司业绩大幅度下降主要由于公司橡胶装备业务受前期国内轮胎企业投资放缓影响，同时化工装备业务受行业不景气影响较大造成严重亏损，导致公司业绩大幅下滑，同时产品毛利大幅下滑，使得综合毛利率水平大幅下滑。此外，2016 年存在重大合同变更、暂停或终止的情况，进一步加剧业绩下滑。

2017 年公司业绩将触底反弹。受益行业复苏，去年三季度开始公司订单呈现回暖趋势，并延续至今。此外，公司合成橡胶材料业务受外部市场回暖影响，产品销售增长及盈利能力增强；公司剥离部分化工板块业务后，原部分公司的亏损收窄，公司整体盈利同比增强。公司 2017 年一季度营业收入 5.81 亿元，同比增长 80.62%，归母净利润 1500 万元，同比增长 141.95%，并预告 2017 年上半年归母净利润在 5642 万至 6552 万元之间，同比增长 210%至 260%。

二、橡胶装备触底反弹，国际化及新产品打开成长空间

1、轮胎行业复苏回暖，橡机行业景气度回升

原材料天然橡胶和合成橡胶价格呈大幅波动态势，预计轮胎成本会继续下降。

天然橡胶和合成橡胶是轮胎生产的主要原材料，占轮胎总生产成本比重较大。橡胶价格的波动与公司的生产成本呈较强的正相关性，且轮胎产品价格的波动一般滞后于橡胶价格的波动。

天然橡胶是重要的战略物资和工业原料，作为大宗商品，其价格受宏观经济、供需状况、天气变化等诸多因素影响；合成橡胶作为石化产品，其价格与石油价格有着直接关系，同时也与天然橡胶价格有一定联动性。

近年来受境外大宗商品市场影响，天然橡胶价格呈大幅波动态势。在经历 2008 年金融危机大幅调整后，上海天胶期货价格自 2010 年年初开始稳步上升，到 2011 年 2 月 10 日创下 4.26 万元/吨的历史最高收盘价纪录，此后天然橡胶价格开始反转向下且呈持续下跌态势，至 2016 年 1 月 12 日收盘价为 0.93 万元/吨，已接近 2008 年金融危机时的低位。受到一季度我国货币供给量同比大幅增长，以及我国经济在 2016 年筑底企稳预期的影响，大宗商品市场在 2016 年 1 月份开始反弹，4 月下旬天然橡胶价格达到 1.30 万元/吨，但随后震荡盘整，波动明显。从 2016 年 11 月起，天然橡胶的价格开始持续上升，进入 2017 年以来，天然橡胶的价格又开始回落，轮胎生产的成本将继续下降。

图 5：上海期货交易所天然橡胶连续收盘价格走势



资料来源：上海期货交易所、招商证券

轮胎行业复苏回暖，发展态势良好，预计能够实现快速增长。

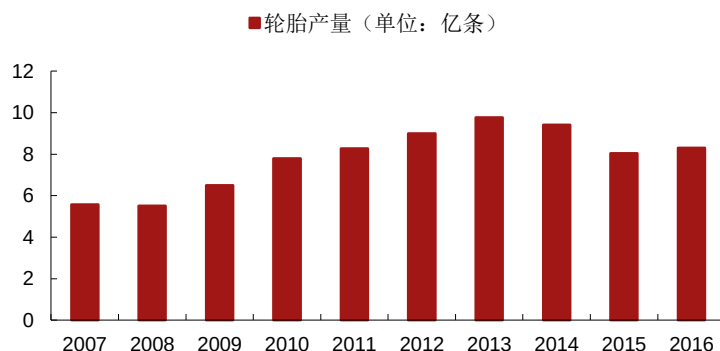
轮胎作为汽车的重要零部件，是发展汽车产业的基础。作为汽车产业重要配套产业的轮胎行业，与我国经济发展息息相关。近年来，我国轮胎工业实现快速增长，自 2006 年以来稳居世界最大轮胎生产国和橡胶消费国，轮胎产量约占世界总产量的四分之一，成为世界轮胎生产大国和世界第一大轮胎出口国。随着中国交通运输、汽车机械等产业的不断发展，轮胎行业在国民经济中的地位有望继续提升。

我国轮胎行业在高档次、高技术含量、高附加值轮胎生产方面仍有很大的发展空间，随

随着国内生产技术不断提高, 轮胎科技成果不断涌现, 不少工艺已经接近或达到世界先进水平。

自 2007 年以来, 我国轮胎产量逐年增长, 到 2013 年达到峰值, 随后的 2014 年和 2015 年有所下降, 2016 年开始回升, 预计 2017 年为增长趋势, 行业发展较为景气。国内轮胎行业保持增长率水平为 10-15%, 而公司保持 40% 左右的增长率, 均没受到全球经济波动的影响, 预计 2017 年轮胎行业产量会进一步稳步增长。

图 6: 我国轮胎产量逐年走势



资料来源: 上海期货交易所、招商证券

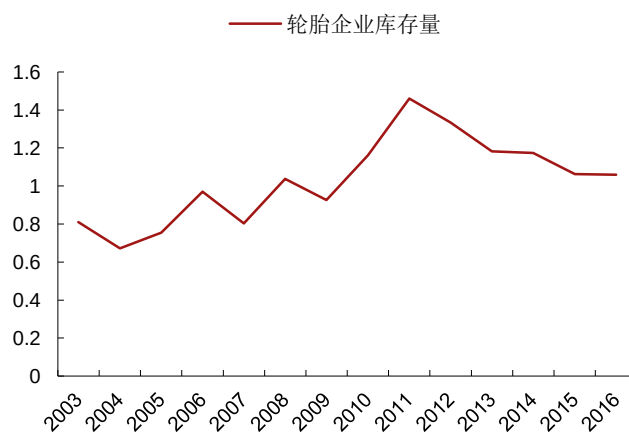
轮胎开工率保持高位, 库存量将低位回升。自 2013 年起, 我国轮胎生产态势良好, 轮胎企业持续稳定较高的开工率, 全钢胎和半钢胎开工率保持 70% 以上, 从 2015 年至 2016 年全钢胎和半钢胎的开工率均有所下降, 但依旧保持在 50% 以上, 2016 年下半年开始至今又逐步回升。轮胎企业的库存量自 2003 年起呈周期性波动, 2011 年达到峰值, 随后开始降低。预计 2017 年轮胎行业能够继续保持高开工率, 库存量将低位回升。

图 7: 全钢胎和半钢胎开工率



资料来源: 中国橡胶信息贸易网、招商证券

图 8: 轮胎企业库存量数据走势



资料来源: Wind 资讯、招商证券

轮胎行业发展与汽车工业高度相关, 但是轮胎行业的特殊属性决定了行业景气度独立于汽车行业, 庞大的汽车保有量市场依然会创造出对轮胎产品的长期旺盛需求, 其需求的刚性大于汽车行业。

近年来受国内外市场以及国际贸易摩擦的影响, 轮胎产能结构性过剩矛盾突出, 国内轮

胎产量增速有所放缓,投资新建项目减少,自 2012 年开始,轮胎行业周期性愈发明显,平均 4-5 年为一个周期,2012 年至 2013 年的上半年、2015 年第二季度至 2016 年第一季度均为周期波动的底部,自 2016 年下半年起,行业订单数增速较快,预计 2017 年轮胎行业能够实现快速增长。

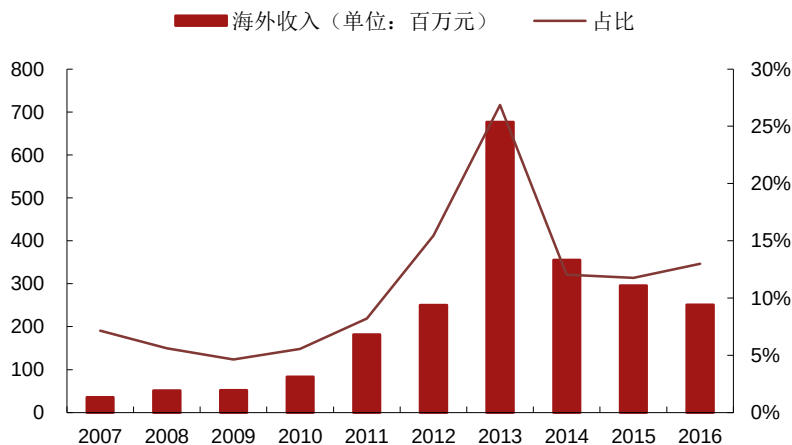
随着 2016 年轮胎行业的复苏,新建投资项目增多,同时轮胎企业开始寻求创新提升、结构调整、转型升级的发展模式,重视数字化、信息化、智能化的智能制造生产模式,重视研发绿色低碳、安全高效的新产品。

自 2000 年以来,随着轮胎行业的爆发式的增长,我国橡胶机械行业的发展也甚为迅速,近年来,我国橡胶机械企业在国际橡胶界的竞争力有所提升,并有成为橡胶机械中心国家的趋势,但受国内轮胎行业投资景气度有所下降,使橡机市场近年来面临了市场订单骤减的情况,橡机企业营业收入及产品毛利率均有所下降,但随着 2017 年轮胎行业回暖,橡胶机械行业将触底反弹,景气度大幅回升。

2、国际化经营稳步推进,海外市场有望逐步打开

公司逐步布局海外市场,未来海外收入占比有望持续提升。公司自 2007 年起,海外市场收入逐步上升,到 2013 年达到近十年的峰值 6.77 亿元,当年海外收入占比达到 26.86%,2014 年起至今,公司海外收入呈下降趋势,2016 年海外市场营业收入 2.51 亿元,占总营业收入的 13%。

图 9: 软控股份海外收入及占比



资料来源: 公司定期报告、招商证券

公司近年来持续推进中高端和国际化的市场策略。目前公司在印度、泰国、北美都建立了分公司,在斯洛伐克和美国阿克隆设有研发中心,北美公司已经成为公司重要的研发力量,斯洛伐克研发中心主要对接欧洲市场,同时完成部分零部件的当地组装。公司的营销网络已遍布欧、美、亚、非等 30 多个国家和地区,辐射全球 60 多个国家和地区的 300 余名客户。

公司逐步进入固特异等全球巨头供应商体系。公司与众多高端轮胎企业建立了初步的战略合作伙伴关系,客户对公司的认可和信任日益加深,目前已经成功进入固特异的供应商体系,并有望拓展普利司通等国际客户。尽管公司已经跻身世界橡胶机械前三名,但公司国际市场占有率仅为 7% 左右,国际轮胎巨头正逐步释放对轮胎机械的需求,并采

取更市场化、更开放的态度面对供应商，公司未来成长空间巨大。

3、“双反”调查结果利好中国轮胎企业

北京时间 2017 年 2 月 23 日，美国国际贸易委员会（ITC）在关于对华卡客车轮胎双反案终裁的投票中，中国轮胎行业以 3: 2 的投票结果取得 2017 年的第一场胜诉，由此认定自中国进口的卡客车轮胎，没有对美国内产业构成实质损害或损害威胁。此前判定的 9% 和 22.57% 的反倾销税率和 38.61%-65.46 的反补贴税率将被取消，而已经征收的保证金也将全额退还。

“双反”目前的结果对于中国轮胎企业十分有利，公司在当前的形势下将会受益。

表 2：美国对华轮胎“双反”调查时间节点

时间节点	事件
2009 年 6 月 29 日	美国国际贸易协会提议对中国出口美国的乘用车和轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%/45%/35% 的从价特别关税
2009 年 9 月 12 日	美国总统奥巴马宣布，对中国相关轮胎企业进行为期三年的惩罚性关税
2010 年 12 月 13 日	WTO 驳回中国提出的美国对其售美轮胎征收惩罚性关税的申诉
2014 年 6 月 3 日	美国钢铁工人联合会提议对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查
2015 年 8 月 3 日	美国商务部裁定，对中国轮胎厂商征收 14%-88% 的反倾销税和 21%-101% 的反补贴税
2016 年 2 月 19 日	美国商务部公告，对中国卡客车轮胎展开“双反”调查
2017 年 2 月 23 日	美国国际贸易委员会在关于对华卡客车轮胎双反案终裁中国轮胎行业胜诉，此前判定的反倾销税率和反补贴税率将被取消

资料来源：美国商务部，招商证券整理

4、伴随“一带一路”政策，中国轮胎企业海外建厂热情高涨

2015 年，国务院发布了《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》，明确提到要加强在国外建设轮胎生产线，并将加大政策支持力度，其中包括财税支持政策、优惠贷款、金融支持等。不仅帮助企业摆脱过去“双反”的困境，而且能够为“走出去”企业实现国际产能和装备制造合作，提升我国轮胎业综合竞争力。

近年来，“一带一路”政策的不断推进使得中国轮胎企业海外建厂的热情持续高涨。国内多家轮胎企业已经实施或将要实施海外建厂的计划，其目的地大多数集中在越南、泰国、马来西亚等东南亚国家，部分企业选择布局美国。截至 2017 年 3 月，中国海外轮胎厂的设计产能，约达到国内子午胎全年产量的 1/10 左右，且其规模还在逐年增长中。

表 3：中国轮胎企业海外工厂及橡胶园建设情况

轮胎企业名称	海外工厂/橡胶园所在地	产品名称/橡胶加工厂/橡胶园
赛轮金宇集团	越南	半钢子午胎、工程子午胎、全钢子午胎
	泰国	橡胶加工厂
玲珑轮胎	泰国	半钢子午胎、全钢子午胎

中策橡胶集团	泰国	半钢子午胎、全钢子午胎、斜交胎
森麒麟公司	泰国	半钢子午胎
奥戈瑞公司	印尼	半钢子午胎、全钢子午胎
双钱集团	泰国	全钢子午胎、工程子午胎
	泰国	合办橡胶加工厂
双星集团	马来西亚	橡胶加工厂
	哈萨克斯坦	全钢子午胎、斜交工程胎
永一公司	老挝	橡胶园
恒丰公司	缅甸	橡胶园
八亿公司	泰国	橡胶加工厂
陕西延长	泰国	橡胶园
北京橡胶院承建	乌兹别克斯坦	半钢子午胎、斜交农业胎、运输带
	孟加拉国	半钢子午胎、全钢子午胎

2017 年，国内数家轮胎企业计划海外建厂，具体如下：

- 青岛福林轮胎有限公司：2016 年 9 月签署了海外第一个生产设施企业，该工厂在马来西亚建成，预计将于 2017 年 5 月进入运行。公司最初工厂项目投资金额为 2 亿美元。
- 万达宝通轮胎：2016 年公司销售量不断提升，尽管原材料价格不断上涨，但是公司通过精益化生产，仍然保持较好的利润率。2017 年，公司可能将在海外设立轮胎工厂。
- 山东华盛橡胶轮胎公司：在 2016 年，公司已经在谋划海外工厂，考察了越南、泰国等地，2017 年将投资大约 15 亿元人民币在东南亚设立新的工厂。
- 合海橡塑：为了顺应当前国内轮胎企业走出去的热潮，2017 年，公司打算到国外成立售后服务中心，成熟后可以在国外设立工厂。
- 福诺化工：2017 年，青岛福诺化工泰国工厂即将投产。届时可给泰国及东南亚客户提供分散剂、均匀剂、防护蜡、隔离剂、母胶粒等产品，并进行混炼胶加工业务。

5、RFID 商用化可期，新材料投产在即

软控智能轮胎 RFID 国际领先，将逐步实现商用化

公司率先提出智能轮胎 RFID，并经过多年的研发，目前公司的 RFID 轮胎电子标签设计、封装及植入经过科技成果鉴定，进入国际领先行列，2016 年已实现量产并销往国内外。

RFID (Radio Frequency Identification) 全称是无线射频识别，基本原理是利用射频信号及其空间耦合、传输特性，实现对静止或移动中的待识别物品的自动机器识别，是一种非接触式的自动识别技术，由电子标签、阅读器、天线、RFID 信息处理计算机系统等组成。

其基本工作原理是：标签进入磁场后，接收解读器发出的射频信号，凭借感应电流所获得的能量发送出存储在芯片中的产品信息（无源标签或被动标签），或者由标签主动发送某一频率的信号（Active Tag，有源标签或主动标签），解读器读取信息并解码后，送至中央信息系统进行有关数据处理。

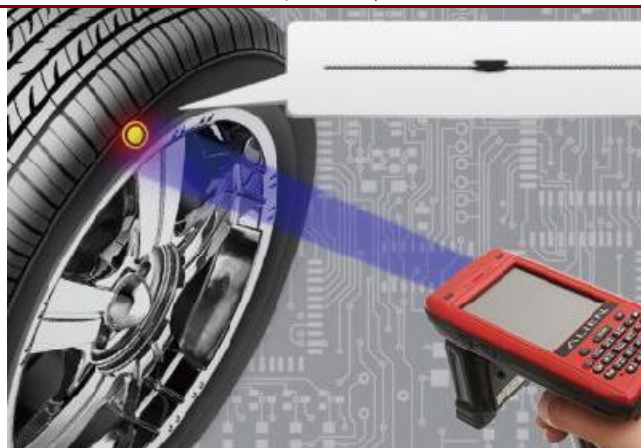
RFID 技术的应用十分广泛，在门禁管理系统、电子溯源、食品溯源、产品防伪、博物馆防盗等领域的使用范围较广。近年来，越来越多的国内轮胎企业认识到传统方式及条码方式的信息化管理系统已经无法满足企业的快速发展。基于 RFID 技术的轮胎全流程信息管理系统，通过对轮胎成型、硫化、质检等工序的信息化改造，在质量管理方面可实现正向跟踪和反向追溯，为质量控制和改进提供了方便、有效的工具，实时记录轮胎的相关数据并存档，为每条轮胎建立起全生命周期的档案数据。

图 10：轮胎条形码在产品上的应用



资料来源：软控股份官网、招商证券

图 11：射频识别 RFID 在轮胎中的应用演示



资料来源：软控股份官网、招商证券

2016 年 7 月 11-14 日，由中国主导，软控股份主起草、来自全球 9 个国家的多家组织及单位参与起草的轮胎用 RFID 电子标签 4 项国际标准全球启动会在比利时布鲁塞尔召开。该 4 项国际标准是中国轮胎行业第一个正式立项的 ISO 系列化国际标准，同时也是轮胎用电子产品的第一项国际标准。标准的统一将加速技术在行业内推广，促进国内智能轮胎行业快速发展。该 4 项国际标准的起草，将加速 RFID 技术在轮胎中的应用进程，为轮胎行业的技术进步做出贡献，意义重大。

RFID 技术的发展，使轮胎拥有“身份证”成为可能；而技术规范化、标准化，则为 RFID 产业化进一步铺平道路，将大大促进我国智能轮胎的发展。随着“中国制造 2025”规划的实施，车联网建设的加快，智能轮胎将使“智能化物流”如虎添翼，RFID 技术产业化推广不再难。

中国产业信息研究网发布的《2017-2022 年中国 RFID 行业运行现状分析与市场发展态势研究报告》数据显示，2016 年我国 RFID 的市场规模达到 542.7 亿元。如果在轮胎行业大范围推广 RFID 技术，未来国内 6 亿套胎都嵌入 RFID，市场空间将会在 100 亿左右，而且 RFID 的高毛利率会给公司带来相当大的业绩贡献。

橡胶新材料业务准备就绪，预计 2017 年投产

近年来，公司积极布局高性能橡胶新材料领域，实现绿色轮胎技术升级。公司新材料项目前期各项工作已准备就绪，中试情况良好，预计 2017 年投产概率较大。

2014 年 4 月全资收购抚顺伊科思新材料有限公司，持股比例 100%，收购之初，4 万吨/年异戊橡胶装置一次开车成功，12 月获得欧盟 REACHA 认证。2016 年 9 月获得美国 FDA 认证，11 月获得国家级高新技术企业认定。主要产品有间戊二烯、异戊二烯、双环戊二烯、异戊橡胶。公司 2016 年合成橡胶业务收入 5.04 亿元，同比增长 2.86%，

毛利率 10.32%，同比增长 0.18%。公司合成橡胶业务有可能为新业务提供原材料。

公司 2014 年 9 月在国家橡胶与轮胎工程技术研究中心平台上，与怡维怡橡胶研究院有限公司和青岛易元投资有限公司共同投资设立益凯新材料有限公司，并于 2016 年 1 月对子公司益凯新材料有限公司进行增资，目前，公司占股比 50.04%。益凯新材料项目采用怡维怡橡胶研究院的计划，并与意大利埃尼集团下属 Versalis 公司等国家先进的石油化工及合成橡胶企业展开广泛技术合作。目前，益凯新材料大试成功，项目有望于 2017 年内开工建设，并于明年底正式投产。

表 4：益凯新材料研究领域

益凯新材料研究领域	研究成果及特点
合成胶领域	优化合成胶材料，改进优化现有合成工艺，以结合湿法炼胶技术实现规模化工业连续生产。
橡胶加工领域	开发溶液聚合橡胶湿法混炼工艺，优化工作流程，提升生产效率。提高填料分散性，增强高分子和填料之间的化学反应，大幅提升混炼胶的性能。优化挤出工艺，改善挤出聚合物表面形态，挤出表面光滑，减少挤出膨胀，提高产品质量。
纳米填料领域	开发先进的纳米填料生产工艺，研发生产高耐磨、高比表面、高补强性纳米补强剂产品，提高轮胎的耐磨性能和降低滚动阻力，延长使用寿命并达到节能减排。 通过纳米填料表面改性及全新分散工艺提高填料分散性，实现不依赖填料的形态、比表面积、结构等参数，降低填料选择性，添加量也可大幅提高，大幅提升混炼胶的物理机械性能。
化工装置工程化领域	进行合成胶湿法炼胶连续生产化工装置的研发设计和优化，进一步提升装置产能，优化湿法炼胶工艺中快速分散、凝聚以及连续化生产装置。

三、智能制造业务不断推进

1、公司在轮胎行业首推“智慧工厂”解决方案

2015 年公司在橡胶轮胎行业首推“智慧工厂”，目标是建造高度自动化、信息化、智能化的工厂，简单来说，就是大幅度提升生产效率、产品质量，降低人工成本、能源消耗，改善生产环境。近年来，以信息化为基础、以机器人为代表的智能制造在橡胶行业开始受到普遍重视，轮胎生产也正在由传统制造向智能制造的时代大步迈进，物联网、大数据、工业视觉等技术的进步，都在推动着橡胶轮胎企业向智能化生产发展，“智慧工厂”已是大势所趋。

“智慧工厂”并不是单纯的硬件或软件的升级，而是需要在装备、控制、软件等各个层面的整体提升，以实现效益的最大化，根据工厂实际，综合运用自动化物流技术、机器人技术、自动控制技术，以及先进的软件算法，就能够大幅度降低人员投入和储运费。

在整个轮胎制造过程中，从前端原材料到最终轮胎出库，软控在一些企业已经做到 80% 的设备数字化，100% 工艺流程实现自动化物流。公司通过将互联网、工业云、大数据与轮胎行业相结合，致力于轮胎行业“智慧工厂”的建设，解决目前轮胎企业在生产过

程中遇到的瓶颈问题，实现轮胎产业的转型升级。

软控的“智慧工厂”解决方案架构包括智能装备层、感知互联层和智能制造软件层，涵盖装备、控制和管理应用三个层面，为轮胎企业提供贯穿整个价值链的端到端工程数字化解决方案。

图 12：软控“智慧工厂”解决方案架构



资料来源：世界互联网工业大会、招商证券

智能装备层：公司一直致力于信息化智能装备的研发，通过装备的智能化设计，在设备上集成各类传感器、远程控制和通讯模块、嵌入式运算功能模块，提升轮胎智能装备自动化、网络化、可控化及智能化水平。以“智能装备”为核心，贯通供应链、生产、工艺、市场和用户数据，形成“智慧密炼-智慧半成品（成型）-智慧成型（硫化）-智慧检测-智慧仓储”的智慧工厂产品结构，实现生产过程的精益闭环管理。

感知互联层：公司在轮胎生产过程中应用传感、远程监控、信息化等技术，实现设备运行状态、水电风气等能源数据的实时自动采集和控制；在设备管理方面实现生产现场、中央监控中心和设备维修等环节的多级实时响应机制；在能源管理方面实现全厂、工序、生产线以及每个生产计划的能源消耗多级管控。

智能制造管理层：由面向智能装备、物流输送、各类终端的数据采集、查询和可视化自适应人机交互子系统、基于实时数据的生产过程实时控制和优化子系统、面向产品全生命周期质量分析和管控子系统、以智能物流为载体的供应链可视化子系统、企业绩效和成本控制数据模型和仿真子系统组成，实现计划、工艺、物料、质量、设备、能耗的深度集成和优化。

图 13: “智慧工厂”智能装备层



资料来源：世界互联网工业大会、招商证券

图 14: “智慧工厂”智能制造管理层



资料来源：世界互联网工业大会、招商证券

“智慧工厂”需求有望逐步释放。公司“智慧工厂”在 2016 年收到 2 个订单，发展潜力巨大。目前“智慧工厂”项目定位轮胎行业，积极实现行业内全面推广，并在未来实现跨行业拓展。随着国内劳动力成本不断提升，海外建厂不断推进，对智能化、无人化生产线的需求不断增加，作为“智慧工厂”的首推企业，其迅速发展预计将会为公司带来巨大的收益，并稳固公司在橡胶机械行业的领先地位。

2、工业机器人业务逐步发力

中国是最具发展潜力的工业机器人国家。机器人在发达国家已经取得了较快的发展，日本和德国凭借先发优势和技术积淀在工业机器人领域具备领先优势。我国工业机器人的需求增速近 5 年一直处在较高水平，2014 年一举成为全球最大工业机器人消费市场。我国人力成本上升、工业机器人成本回收期的缩短、工业机器人密度的差距都将维持我国工业机器人的景气度，中国还是最有发展潜力的工业机器人国家。预计未来几年中国机器人产能将成倍上升，但竞争将进一步加剧。

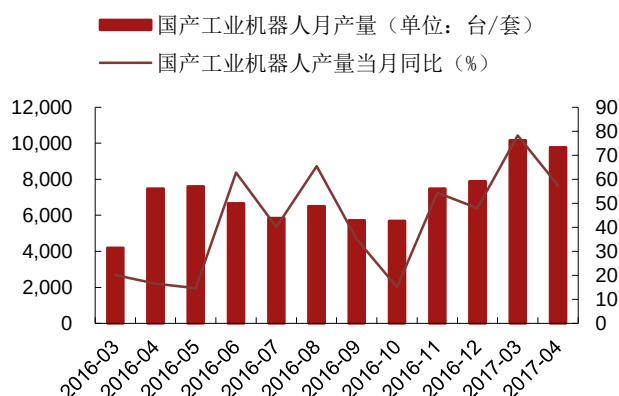
国产工业机器人 2017 年前 5 个月产量继续保持高增速。根据国家统计局最新统计结果，2016 年机器人产量已达 72426 台，同比增长 34.3%。继 2014 年、2015 年的高增长后，2016 年全国工业机器人的产量还是保持了高速增长。2017 年前五个月，工业机器人产量累计达 44360 台，同比增长 50.4%，继续维持高增长势头。

中国继续保持全球最大工业机器人市场。国际机器人联合会(IFR) 2 月 1 日最新公布的《2016 年全球机器人行业发展报告》显示，过去 5 年间（2010 至 2015 年），亚洲国家工业机器人销量增长超过 70%，达 88.74 万台，其中 2015 年增幅为 19%，销量为 16.06 万台，连续第四年创历史新高。中国是全球最大的工业机器人市场，占亚洲（包括澳大利亚和新西兰）43%的份额，韩国位居第二占 24%。

中国工业机器人 2016 年新安装 8.5 万台，增速为世界水平 2 倍。2017 中国机器人行业发展论坛于 3 月 18 日在苏州举行，论坛研究报告称，去年全球新增工业机器人近 28 万台，同比增幅约为 13%。其中，中国贡献了 8.5 万台的安装量，同比增长 27%。报告预计，2017 年中国工业机器人销量将达到 10.2 万台，到年底保有量将接近 45 万台。而本土机器人企业的市场占有率将从 2012 年的不足 5%，增长至 2017 年的 30%以上。此外，全球工业机器人市场规模去年已达到 400 亿美元，预计 2022 年将在此基础上翻

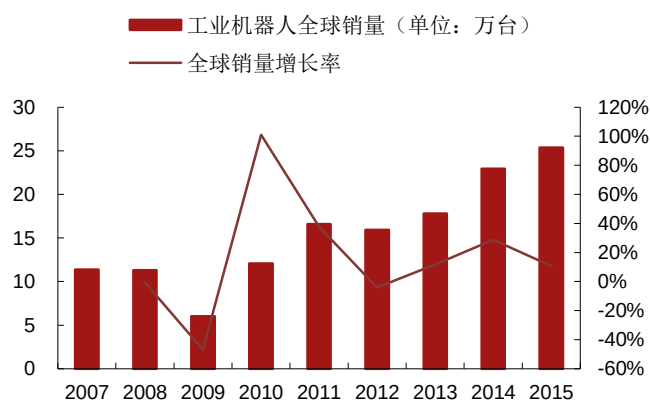
番。

图 15: 国产工业机器人当月产量



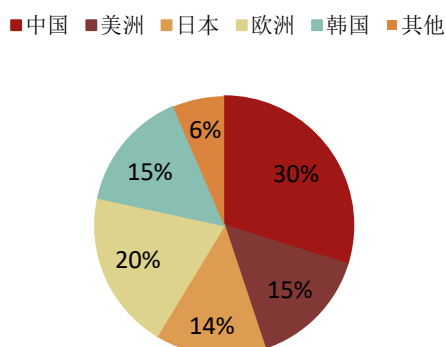
资料来源：国家统计局，招商证券

图 16: 工业机器人全球销量情况



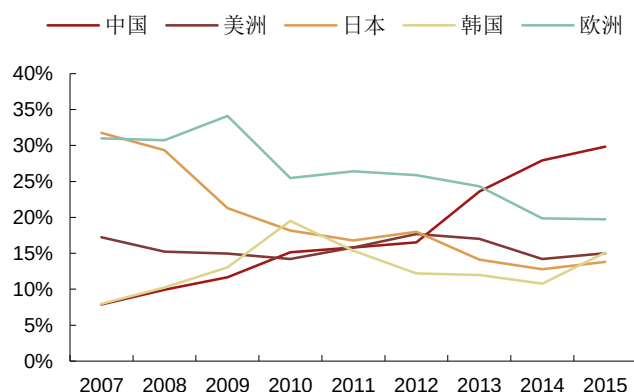
资料来源：国际机器人联合会，招商证券

图 17: 2015 年各地区工业机器人销量占比



资料来源：国际机器人联合会，招商证券

图 18: 各地区工业机器人销量占全球销量的百分比走势



资料来源：国际机器人联合会，招商证券

公司的全资子公司青岛科捷自动化设备有限公司是国内致力于智能机器人、物流系统集成和自动化物流装备的研发、制造、销售、服务为一体的技术企业，位居行业前列，并一直保持每年 30% 的增长速度，并可以提供跨行业综合解决方案。

公司工业机器人针对不同行业有 4 类产品，包括为 3C 行业提供的注塑机器人、针对家电行业的关节机器人、针对木工及板式家具行业的加工机器人、针对仓储物流行业的物流机器人及搬运机器人。按照功能划分，公司工业机器人产品分为直角机器人、关节机器人、龙门机器人和分拣机器人，其中直角机器人分为单轴机械手、三轴机械手、五轴机械手、侧取机械手、收集系统五种产品，关节机器人分为四轴关节机器人和六轴关节机器人两类。

表 5: 公司主要工业机器人产品

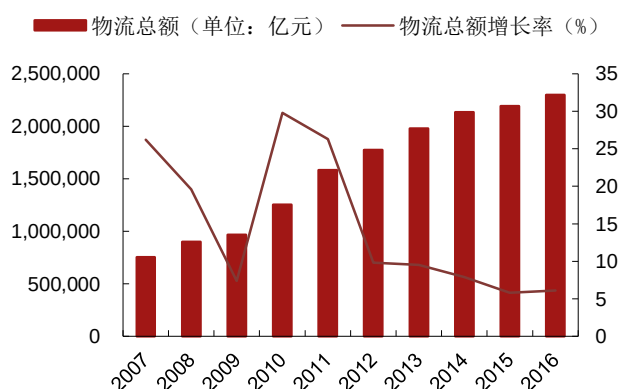


资料来源: 公司官网、招商证券

3、物流自动化大势所趋，公司积极布局智能物流业务

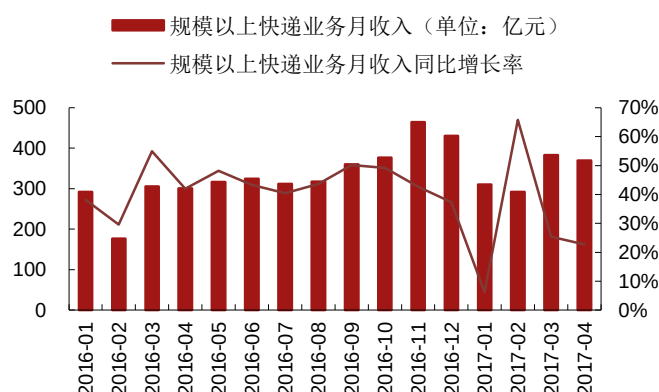
物流行业规模及快递业务持续增长，为智能物流发展提供良机。物流总额近十年来持续增长，2016 年物流总额达到 229.7 万亿元，同比增长 6.10%，自 2007 年起复合增长率为 13.20%。同时快递业继续维持增长势头。2017 年 4 月，全国快递服务企业业务量完成 369.30 亿元，同比增长 22.73%，由于快递业随季节和时间呈周期性变化，预计未来 2-3 个月将有进一步快速增长。智能物流市场规模逐年扩大，2014 年中国智能物流市场规模超过 1800 亿元，同比增长 26%，2008 年至 2014 年复合增长率为 19.83%，增长率逐年上升，因此预计未来 2-3 年将有 30% 左右的增速。2015 年国内物流自动化市场规模为 583 亿元，2017 年有望成长为一个超千亿元市场容量的大市场。

图 19: 近十年物流市场规模及其增长率



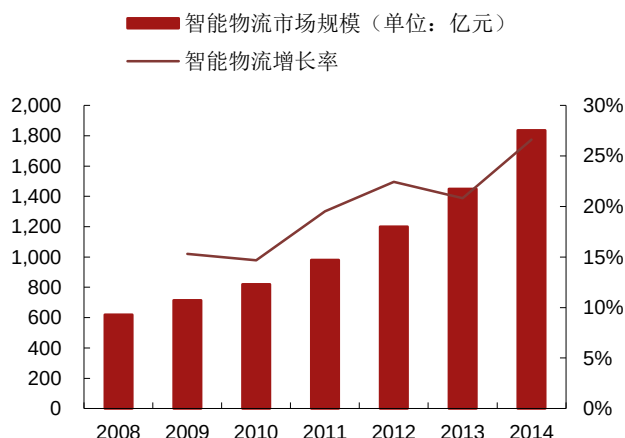
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 20: 规模以上快递业务月收入及同比增长率



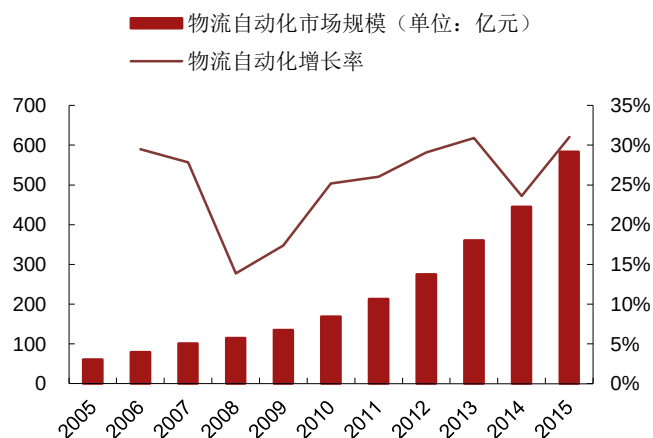
资料来源: 国家邮政局, 招商证券

图 21: 智能物流行业市场规模及增长率



资料来源：智研数据研究中心，招商证券

图 22: 物流自动化市场规模及增长率



资料来源：中国物流技术协会，招商证券

电商成物流自动化设备强力催化。随着苏宁、京东、唯品会等 B2C 电商规模的日益扩大，物流自动化设备迎来了强力催化剂。各大电商为了在市场中保持核心竞争力，纷纷斥巨资投资物流自动化设备，提升物流销量。日前，苏宁物流 S 实验室研究计划：2017 年实验室将围绕精益生产和人工智能两个方向展开应用研究，包括仓库自动作业技术、绿色包装技术、智能拣选机器人、智能配送机器人、无人园区智能巡检、AR/VR 技术等。2016 年 5 月，京东成立 X 事业部，聚焦无人机、无人车、无人仓等技术的研发。阿里旗下的菜鸟网络也与新松机器人一起合作，研发高效率物流仓储设备。

各快递公司加大对物流自动化设备投入。近一年多来，包括顺丰、申通、圆通在内的国内快递公司陆续上市，从上市国产中获得大笔融资，这为大力投资仓储、分拣系统提供了条件。根据 2016 年的统计，国内排名前十的快递公司有 5 家成功登陆资本市场，除了中通快递在美股 IPO 之外，申通、圆通、韵达、顺丰都通过借壳上市的方式登陆 A 股。百世物流（赴美 IPO）、德邦物流（A 股上市）、中邮速递 EMS、安能物流等企业的上市也在紧锣密鼓的进行中。相信未来随着快递巨头的进一步上市，将持续推动 2017 年物流仓储、运转设备资本支出的增长。

智慧工厂驱动物流设备高速发展。工厂内部的物流仓储自动化，是物流自动化的重要组成部分，智慧工厂的渗透率提升，也将带动物流设备需求的快速增长，许多传统企业已经着手开始将传统的仓库改造成“穿梭车+立库”或者“堆垛机+立库”的高效智能化仓库。这个趋势在 2016 年下半年开始加速，2016 年四季度，包括新松机器人、音飞储存、无锡中鼎在内的多家物流系统集成商订单均出现大幅增长，我们预计 2017 年这一趋势还将继续。

表 6: 快递上市公司物流自动化投入情况

公司	上市时间	投资金额	物流自动化设备投资项目
顺丰	2016 年 5 月	35 亿元	用于物流中转场的建设
圆通	2016 年 1 月	11 亿元	转运中心建设和智能设备的升级
申通	2015 年 12 月	28 亿元	中转仓配一体化项目，拟在上海、杭州、等业务核心区域新建 29 个转运中心或物流中转平台，并配套建设仓储设施

资料来源：快递公司上市说明书，招商证券

公司的全资子公司青岛科捷自动化设备有限公司主营智能物流装备业务。科捷物流针对不同行业提供定制化的系统集成解决方案，帮助客户实现厂内物流的自动化、信息化、智能化，提高电商、服装、医药等行业的订单履行能力。科捷的智能物流产品分为堆垛机、穿梭机系统、分拣机、轻型输送设备、托盘输送机、装笼机。

科捷物流有望在 2017 年扭亏为盈，贡献利润。2016 年整体市场策略为低毛利率抢占市场，2017 年订单质量显著提升，有望实现盈利。国内物流自动化领域以集成商为主，但科捷物流有自己的拳头产品，高速分拣机、轻型输送机等国内领先。今后，科捷物流将不断进行成本优化、解决方案优化，并争取客户对公司竞争力的认可。

表 7：公司主要智能物流产品及特点

产品名称	产品特点
堆垛机	结构简洁、外形美观；重量轻、速度快、耐冲击；设计精细完善、寿命长，维护成本低
穿梭机系统	极大地提高仓库内物料的密度，减轻工人的劳动强度；实现货物的快速、准确输送
分拣机	成本低，操作简单，提高分拣效率，可靠性高
轻型输送设备	运行平稳、噪音低，能满足快递、邮政、电商等众多行业的各种形状、大小和质量的物品输送需求
托盘输送机	形式多样，布置灵活，易装配，易维护；模块化设计，自动化程度高；经济实用，性价比高，应用范围广，承载能力大
装笼机	实现成品轮胎自动入料架的过程，解决人工装料架的繁琐与劳累

资料来源：公司官网、招商证券

表 8：公司主要智能物流产品



资料来源：公司官网、招商证券

四、盈利预测与投资建议

1、主要的业绩预期假设

盈利预测假设：

- 1) 公司战略聚焦橡胶与轮胎装备主业，竞争力不断提高。公司通过优化团队，改善经营效率，提高产品品质，不断扩大传统产品市场占有率并积极推出新产品，提高产品毛利率，提升市场定价权；
- 2) 公司高性能橡胶新材料业务在 2018 年底如期投产，并于 2019 年贡献利润；
- 3) 公司工业机器人及物流自动化业务保持既有竞争力，与行业同步快速发展。

表 9：销售收入结构预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2833	2516	1933	2733	3260	4314
橡胶装备	1970	1505	922	1706	2047	2456
橡胶新材料	321	490	504	529	635	1143
机器人与信息物流	194	140	225	303	394	512
化工装备	184	110	137	27	-	-
其它	164	271	145	167	184	202
收入增长率						
橡胶装备	22.4%	-23.6%	-38.7%	85.0%	20.0%	20.0%
橡胶新材料		52.6%	2.9%	5.0%	20.0%	80.0%
机器人与信息物流		-27.7%	60.4%	35.0%	30.0%	30.0%
化工装备	-37.9%	-40.2%	24.1%	-80.0%	-100%	
毛利率						
橡胶装备	34.7%	35.8%	28.3%	30.0%	33.0%	36.0%
橡胶新材料	8.0%	10.1%	10.3%	10.3%	10.3%	12.0%
机器人与信息物流	39.1%	45.1%	17.6%	25.0%	30.0%	30.0%
化工装备	13.9%	15.0%	-61.3%	-40.0%	10.0%	-

资料来源：公司数据、招商证券

表 10：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2516	1933	2733	3260	4314
营业成本	1724	1603	2031	2323	3053
营业税金及附加	18	25	36	42	56
营业费用	110	136	192	229	303
管理费用	488	545	410	391	518
财务费用	98	83	12	11	13
资产减值损失	37	469	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	112	147	60	10	10
营业利润	154	(781)	113	274	382
营业外收入	97	104	80	80	80
营业外支出	5	33	33	33	33
利润总额	246	(710)	160	321	428
所得税	49	76	10	47	63

净利润	197	(787)	150	274	366
少数股东损益	(13)	(15)	3	5	7
归属于母公司净利润	210	(771)	147	269	358
EPS (元)	0.26	(0.82)	0.16	0.29	0.38

资料来源：公司数据、招商证券

表 11: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	521	905	427	664	322	597	434	580	581
营业毛利	178	266	147	200	67	124	119	21	110
营业费用	26	25	28	32	26	33	28	50	25
管理费用	140	125	93	130	121	124	148	152	108
财务费用	26	26	21	25	19	18	18	28	12
投资收益	51	21	40	0	58	62	0	26	49
营业利润	26	96	34	-2	-55	-8	-71	-647	-2
归属母公司净利润	26	95	43	45	-35	53	-54	-736	15
EPS (元)	0.03	0.10	0.05	0.05	-0.04	0.06	-0.06	-0.78	0.02
主要比率									
毛利率	34.3%	29.4%	34.5%	30.2%	20.7%	20.7%	27.5%	3.6%	19.0%
营业费用率	4.9%	2.8%	6.6%	4.7%	8.1%	5.5%	6.3%	8.5%	4.4%
管理费用率	26.9%	13.8%	21.7%	19.6%	37.6%	20.7%	34.1%	26.3%	18.6%
营业利润率	5.0%	10.6%	7.9%	-0.3%	-17.1%	-1.4%	-16.3%	-111%	-0.4%
有效税率	28.8%	19.8%	18.2%	16.4%	14.0%	-2.3%	7.9%	-13.7%	-62.9%
净利率	5.0%	10.5%	10.1%	6.9%	-11.0%	9.0%	-12.4%	-126%	2.5%
YoY									
收入	11.05%	11.6%	-38.1%	-32.3%	-38.2%	-34.0%	1.7%	-12.6%	80.6%
归属母公司净利润	-39.5%	44.3%	270.2%	-36.3%	-235%	-43.6%	-224%	-1718%	-141%

资料来源：公司数据、招商证券

2、投资建议

我们预测软控股份 2017-2019 年营业收入 27.33、32.60、43.14 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.16、0.29、0.39。软控股份是国内领先的橡胶机械制造商，并将业务积极延伸至智能制造、橡胶新材料等领域。我们看好公司提升橡胶机械主业的潜力和竞争力，认为公司全球市场份额将逐步增长，产品定价权会不断提升。此外，我们认为公司将充分受益中国轮胎产业走向全球的发展历程。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

表 12: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		15	16E	17E	15	16E	17E			
软控股份	002073.sz	-0.82	0.16	0.29	-10	51	28	2.1	-15.8	76.2
橡胶机械										
豪迈科技	002595.sz	0.90	0.92	1.12	23	23	19	5.6	19.8	167.7
巨轮智能	002031.sz	0.01	-	-	213	-	-	2.7	1.0	67.1
新元科技	300472.sz	0.16	-	-	147	-	-	9.8	4.5	23.8
赛象科技	002337.sz	0.02	0.03	0.03	253	222	185	3.4	1.4	32.7

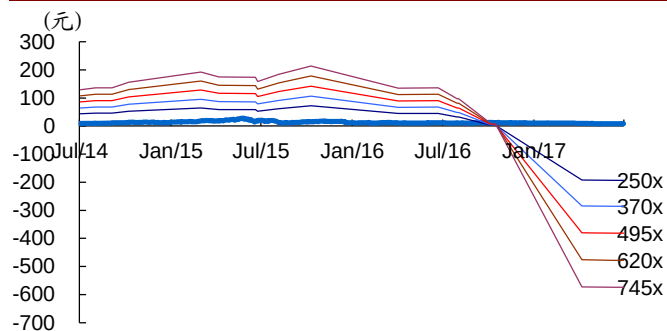
蓝英装备	300293.sz	0.06	0.45	0.65	214	27	19	6.6	1.9	33.0
平均值					164	91	74	5.2		
智能制造										
机器人	300024.sz	0.26	0.31	0.37	72	61	51	6.1	7.4	292.9
埃斯顿	002747.sz	0.08	0.37	0.48	123	27	21	7.8	5.2	84.6
诺力股份	603611.sh	0.91	1.21	1.63	26	20	15	4.1	9.6	44.4
音飞储存	603066.sh	0.81	0.33	0.39	63	40	34	6.6	10.5	39.9
今天国际	300532.sz	0.78	0.68	0.89	69	29	22	6.8	8.0	30.8
平均值					71	35	29	6.3		

资料来源：公司数据、招商证券

3、风险提示

宏观经济下行风险；新材料业务进度低于预期；主业经营低于预期

图 19：软控股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 20：软控股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5012	5518	6259	6940	8114
现金	702	1008	1306	1250	2080
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	376	186	263	313	415
应收款项	1999	1566	1619	1794	1461
其它应收款	131	181	257	306	405
存货	1372	1489	1317	1507	1415
其他	432	1087	1498	1771	2340
非流动资产	3049	2725	2557	2406	2270
长期股权投资	23	66	66	66	66
固定资产	1761	1656	1528	1413	1310
无形资产	390	393	354	319	287
其他	874	609	609	609	608
资产总计	8061	8242	8816	9346	10385
流动负债	3221	1922	2346	2646	3396
短期借款	1292	114	100	100	100
应付账款	665	687	870	996	1309
预收账款	435	699	885	1012	1331
其他	828	422	491	538	656
长期负债	380	1459	1459	1459	1459
长期借款	0	83	83	83	83
其他	380	1376	1376	1376	1376
负债合计	3601	3382	3806	4105	4855
股本	819	939	939	939	939
资本公积金	1115	2102	2102	2102	2102
留存收益	2335	1543	1690	1915	2197
少数股东权益	192	277	280	285	293
归属于母公司所有者权益	4269	4584	4730	4955	5237
负债及权益合计	8061	8242	8816	9346	10385

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	22	47	306	30	950
净利润	210	(771)	147	269	363
折旧摊销	156	200	210	192	177
财务费用	102	87	12	11	8
投资收益	(112)	(147)	(60)	(10)	(10)
营运资金变动	(374)	487	(1)	(484)	473
其它	41	192	(1)	52	(60)
投资活动现金流	(115)	(732)	(42)	(42)	(42)
资本支出	(156)	(176)	(42)	(42)	(42)
其他投资	41	(556)	0	0	0
筹资活动现金流	262	1045	33	(45)	(78)
借款变动	(192)	(1128)	(15)	0	0
普通股增加	76	120	0	0	0
资本公积增加	516	986	0	0	0
股利分配	(23)	(23)	0	(44)	(81)
其他	(116)	1089	48	(1)	2
现金净增加额	169	361	297	(56)	830

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2516	1933	2733	3260	4314
营业成本	1724	1603	2031	2323	3053
营业税金及附加	18	25	36	42	56
营业费用	110	136	192	229	303
管理费用	488	545	410	391	518
财务费用	98	83	12	11	8
资产减值损失	37	469	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	112	147	60	10	10
营业利润	154	(781)	113	274	387
营业外收入	97	104	80	80	80
营业外支出	5	33	33	33	33
利润总额	246	(710)	160	321	434
所得税	49	76	10	47	64
净利润	197	(787)	150	274	370
少数股东损益	(13)	(15)	3	5	7
归属于母公司净利润	210	(771)	147	269	363
EPS (元)	0.26	(0.82)	0.16	0.29	0.39

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-15%	-23%	41%	19%	32%
营业利润	42%	-607%	-	143%	41%
净利润	9%	-468%	-	83%	35%
获利能力					
毛利率	31.5%	17.1%	25.7%	28.8%	29.2%
净利率	8.3%	-39.9%	5.4%	8.2%	8.4%
ROE	4.9%	-16.8%	3.1%	5.4%	6.9%
ROIC	2.7%	-15.0%	2.2%	4.5%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	41.0%	43.2%	43.9%	46.7%
净负债比率	18.1%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%
流动比率	1.6	2.9	2.7	2.6	2.4
速动比率	1.1	2.1	2.1	2.1	2.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.3	1.1	1.4	1.6	2.1
应收帐款周转率	1.2	1.1	1.7	1.9	2.7
应付帐款周转率	2.2	2.4	2.6	2.5	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.26	-0.82	0.16	0.29	0.39
每股经营现金	0.03	0.05	0.33	0.03	1.01
每股净资产	5.21	4.88	5.04	5.28	5.58
每股股利	0.03	0.00	0.05	0.09	0.12
估值比率					
PE	31.8	-9.9	52.2	28.4	21.1
PB	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	0.9	-0.7	1.1	0.7	0.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。