



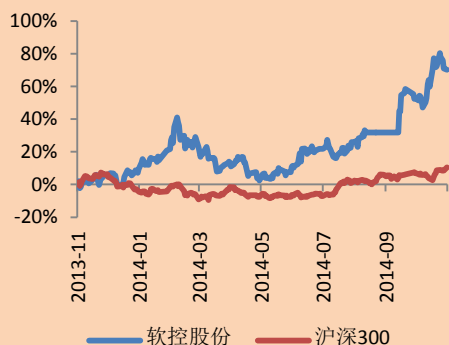
## 软控股份 (002073)

投资评级：增持（首次覆盖）

报告日期：2014-11-11

当前价格（元） 13.31  
目标价格（元） --  
目标期限（月） --

### 股价走势：



### 主要数据

总股本(百万股) 742.00  
A股股本(百万股) 742.00  
B/H股股本(百万股) --  
总市值(亿元) 98  
A股流通比例(%) 83.42  
第一大股东 袁仲雪  
第一大股东持股比例 19.50%  
12个月最高/最低(元) 14.25/7.37

杨宗星

S0010513110002

电话：021-60956116

邮箱：yangzongxing@vip.163.com

## 深耕主业，多点发力，进军新领域

### 主要观点：

#### □ 贯通产业链，铸就一流竞争力

公司持续注重在研发方面的投入。在自主研发、联合研发以及产学研结合等三种研发模式下，连年保持较高投入，公司实现了技术赶超，在产业链多个领域占领技术制高点，为公司进一步战略提供强大支持。

公司是目前全球唯一一家能够向客户提供生产线交钥匙工程的公司。公司提供全流程生产线装备及整体解决方案服务，令其在面对全球具备较强实力的竞争对手面前具有独特优势。并且，公司在特点环节装备与服务，例如配料与密炼上辅机系统、成型鼓乃至全钢三鼓成型机、轮胎检测环节以及自动化立体仓库等方面都已做到全球一流水平，完全可以与其它国际知名生产商竞争。

#### □ 国内轮胎设备行业持续稳健增长

中国成为汽车大国。预计到2020年汽车行业将维持大约7%~10%的年均增长。子午线轮胎制造行业将受益于汽车行业的稳健增长，不断扩大的国内汽车AM市场也会给轮胎市场带来增量。从行业现状来看，轮胎制造企业计划投资额继续快速增加。2014年轮胎制造固定资产投资计划同比增长超35%，表明企业扩张产能与设备升级动力仍然旺盛。轮胎制造企业固定投资意愿依然旺盛，将推动行业景气度持续回升。

2009年以来，中国轮胎装备市场崛起。到2013年，中国市场橡胶机销售达到23亿美元，占全球销售金额比重达到46%，超过欧、美等国家和地区销售总和。行业增速方面，全球橡胶机行业在过去5年维持了两位数以上的增长，而中国市场增速远高于全球水平，从2011年起，中国市场增速均保持30%以上。另外，在下游轮胎制造企业的集中化趋势带动下，国内外轮胎装备市场集中化趋势日益明显。中国市场的崛起与集中度的提升，作为行业龙头，软控将充分受益。

#### □ 产业链积极拓展，打造新增长极

公司高端客户战略持续推进。近三年来，全球轮胎销售前20强厂商占全球销量比重均超过75%。且这些大型厂商地位总体上比较稳固。对软控而言，大型轮胎制造商在提升品牌认知度、市场空间、毛利水平方面均具有较高价值。目前公司已经有部分产品开始为大型轮胎厂商供货，随着普利司通等大型客户检验期期满，软控应当可以有更多产品进入其供应体系。估计目前公司来自大型重点客户的比重不到20%，未来有望达到70%以上。

公司在工业机器人领域的布局今年开始发力。2014年上半年机器人与信息物流同比增长近160%。工业机器人产业在我国仍具备巨大空间，政策扶持也将推动行业更快增长。预计在未来2~3年，软控的工业机器人相关业务仍将保持快速增长，成为公司新的增长极。

另外，公司收购抚顺伊科思，以及怡维怡研究院的“高性能橡胶新材料”专利，进军橡胶新材料行业。这是一个万亿规模的市场。公司与青岛易



元投资、怡维怡研究院共同设立了益凯新材料有限公司，将可能成为公司未来新材料业务主要平台。尽管短期内这一业务可能暂时不会给公司贡献太多利润，但却可能成为未来公司主要业务支柱之一。

#### 盈利预测与估值

随着下游行业景气度的继续回升，以及新业务的持续快速发展，我们预计2014-2016 年营收增速分别为 16%、21%、26%，达到 29.23、35.27、44.44 亿元，归母净利润 2.08、3.14、4.21 亿元，EPS0.28、0.42、0.57 元；对应市盈率 47、32、23 倍，我们给予“增持”评级。

#### 风险提示

新材料业务进展低于预期，工业机器人业务进展低于预期，高端客户战略推进低于预期。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2520	2923	3527	4444
收入同比(%)	56%	16%	21%	26%
归属母公司净利润	126	208	314	421
净利润同比(%)	-39%	65%	51%	34%
毛利率(%)	24.0%	29.1%	30.1%	31.7%
ROE(%)	3.8%	6.0%	8.4%	10.3%
每股收益(元)	0.17	0.28	0.42	0.57
P/E	78.34	47.62	31.46	23.49
P/B	3.00	2.85	2.65	2.42
EV/EBITDA	59	51	33	24

资料来源：wind、华安证券研究所

## 目 录

1 依托高校贯通产业链，铸就一流竞争力 .....	5
1.1 依托高校起步,不断强化研发实力 .....	5
1.2 打造一流的生产线交钥匙工程供应商 .....	6
1.3 上游供应充足，高技术壁垒形成高毛利 .....	8
2 国内轮胎设备行业持续稳健增长 .....	9
2.1 中国成为汽车大国 .....	9
2.2 子午轮胎需求将持续增长 .....	10
2.3 国内投资意愿旺盛，轮胎装备市场进入新一轮周期 .....	11
2.4 中国市场崛起，行业集中度持续提升 .....	12
3 产业链积极拓展，打造新增长极 .....	14
3.1 高端客户战略持续推进 .....	14
3.2 机器人业务爆发，未来将持续快速增长 .....	16
3.3 布局新材料，进军万亿规模市场 .....	19
3 盈利预测与估值 .....	20
附录：财务报表预测 .....	21

## 图表目录

图表 1 公司研发费用投入持续增长 .....	6
图表 2 公司给轮胎制造商提供全部环节装备及信息化系统 .....	6
图表 3 公司给客户提供生产线交钥匙工程 .....	7
图表 4 公司轮胎产业链全面布局 .....	8
图表 5 年度全球橡胶机制造商排名和近几年销售收入情况（百万美元） .....	8
图表 6 公司综合毛利和橡胶机设备业务毛利恢复到 30%以上 .....	9
图表 7 公司综合毛利和橡胶机设备业务毛利恢复到 30%以上 .....	10
图表 8 子午线外胎产量持续增长 .....	10
图表 9 子午线外胎产量与汽车产量增速变化比较一致 .....	10
图表 10 2009~2013 年我国汽车保有量 .....	11
图表 11 轮胎制造投资与增速 .....	12
图表 12 轮胎外胎新增产能情况 .....	12
图表 13 轮胎制造计划投资增速持续回升 .....	12
图表 14 中国市场增速远超全球平均 .....	13
图表 15 中国橡胶机市场比重持续上升 .....	13
图表 16 橡胶机械主要厂商市占率 .....	13



图表 17 国内轮胎制造企业数量 .....	14
图表 18 国内橡胶企业数量 .....	14
图表 19 2013 年轮胎厂商前 20 强 .....	15
图表 20 近三年轮胎厂商前 20 强排名及市占率情况 .....	15
图表 21 我国制造业就业人员平均工资 .....	17
图表 22 高端装备制造业国家政策支持 .....	17
图表 23 中国机器人发展速度超越全球增速 .....	18
图表 24 中国工业机器人保有量增速超越全球涨幅 .....	18
图表 25 2014 年上半年公司机器人相关业务爆发式增长 .....	19
图表 26 益凯新材料有限公司股东 .....	20



## 1 贯通产业链，铸就一流竞争力

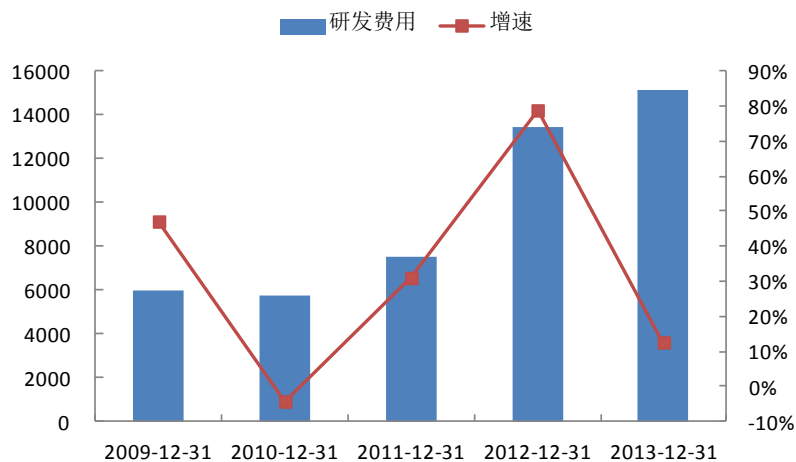
### 1.1 依托高校起步,不断强化研发实力

公司成立于 2000 年，脱胎于青岛科技大学，前身是青岛高校软控有限公司。在成立之初，公司就非常注重与包括青岛科技大学在内的高校合作，提升研发实力。2001 年，公司在全球范围内广泛邀请信息控制、机械、橡胶、轮胎等专业的权威专家加入专家委员会，将他们的科研课题邮寄整合在一起，解决配料等装备技术瓶颈问题。软控依托青岛科技大学在理论基础方面的优势，将中国橡胶行业技术提升到世界的高度。同年 8 月，公司被认定为国家重点高新技术企业。同年 12 月，公司接受青岛市科技局委托，与青岛科技大学共同承担青岛市工业信息化技术重点实验室的建设；同期接受青岛市科技局委托，独立建设青岛市工业信息化技术中试基地。公司与青岛科技大学共同承建国家橡胶与轮胎工程技术研发中心是我国橡胶轮胎行业最高技术研发与服务平台。该中心现已初步发展成为涵盖基础研究、应用研究、技术开发、产业化示范的创新链条。未来该中心将发展成全球领先的橡胶轮胎行业研发平台。

随着公司的发展，软控逐步确立了自主研发、联合研发以及产学研结合等三种研发模式。自主研发模式，主要是通过公司的技术积累，培养开发人才，组建由橡胶工艺、软件、电气控制、机械设备四方面人才参与的研发团队，每年均制定详细的技术开发计划；并且按项目组织专门的课题组。联合开发，主要是针对国内现有技术无法达到公司要求的情况，公司此时可以选择与拥有国际先进技术的企业、科研院所等合作；例如公司早期与斯洛伐克 Matador 公司、Konstrukta 公司建立了稳定的合作关系，利用对方机械加工设计优势，通过消化吸收与自主开发相结合，也曾在密炼生产线方面，与 FRREL 公司签署合作协议。产学研结合方面，公司不断加强高校及科研院所密切合作，设立多个研究室，逐步建立起开放式管理体制，形成了多领域的前沿性理论研究基地，并努力推动行业共性、关键、前沿性技术开发，确保科技成果技术转化和产业化的实现，并与联合开发、自主研发结合，不断提高公司研发实力。

公司对研发的重视，也体现在不断的投入上。公司每年投入大量费用进行研发，及时遇到 2009~2012 年行业不景气，也保证了研发投入，2014 年上半年，研发投入占公司营收比重达到 7%；从 2008 年以来，公司研发投入年复合增速达到 30%。

图表 1 公司研发费用投入持续增长



资料来源：华安证券研究所

在研发方面的持续投入，给公司带来了丰厚的回报。公司先后承担承担国家科技支撑计划、国家重大产业技术开发专项、国家 863 计划等国家级项目 40 余项，获得国家科技进步二等奖 1 项、省部级科技奖励 15 项；主持/参与起草国家标准 9 项、行业标准 15 项；共申请专利 400 余项。2011 年，公司获评“国家创新型企业”。

## 1.2 打造一流的生产线交钥匙工程供应商

公司成立初期主要产品为配料系统装备，主要客户为国内轮胎橡胶生产厂。经过不断发展，逐渐进入子午轮胎生产装备的全部环节，包括配料、密炼、压延、截断、成型、硫化、检测、自动仓库等环节设备，以及轮胎企业 MES 系统，并开始探索开展轮胎翻新等业务。

图表 2 公司给轮胎制造商提供全部环节装备及信息化系统

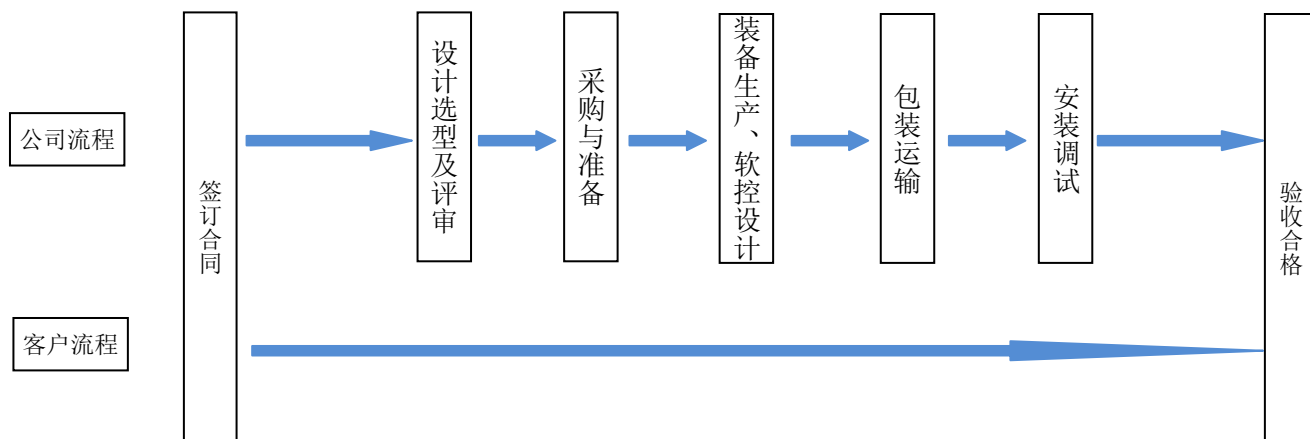


资料来源：华安证券研究所



目前公司是全球主要轮胎设备生产商中，唯一一家能够向客户提供生产线交钥匙工程的公司。公司采用订单模式生产销售，从市场部签订供货合同，到设计方案评审、通过，再到提交零部件采购，到设备、软件的设计、完工，到包装、安装调试、验收，公司提供全程全部服务，轮胎生产企业所需所有工序上的装备，只需要与公司签订订单，即可在交货时直接使用，并且享受1年质保。

图表 3 公司给客户id提供生产线交钥匙工程



资料来源：华安证券研究所

公司提供全流程生产线装备及整体解决方案服务，令其在面对全球具备较强实力的竞争对手面前具有独特优势。目前全球最大生产商克虏伯产品优势集中在密炼环节装备及控制，飞迈则集中于成型机与截断环节。国内主要竞争对手，益阳橡机产品主要是密炼机、硫化机等，天津赛象产品则主要集中于成型、截断、挤出等装备。

除了全流程设备与整体化解决方面优势以外，公司在配料与密炼上辅机系统、成型鼓乃至全钢三鼓成型机、轮胎检测环节以及自动化立体仓库等方面都已做到全球一流水平，完全可以与其它国际知名生产商竞争。

目前，公司已经在橡胶轮胎装备产业链全面布局。从轮胎装备研发、生产、整体信息化解决方案，到轮胎磨具、橡胶后处理装备、工业机器人与信息物流等方面，均已有布局。

图表 4 公司轮胎产业链全面布局



资料来源：华安证券研究所

伴随公司全流程生产装备及整体解决方案优势，以及不断提升的技术实力，目前公司销售收入排名稳居全球第二。

图表 5 年度全球橡胶机制造商排名和近几年销售收入情况（百万美元）

2013 年排名	公司名称	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
1	H-F 公司 / 德国	502.40	468.00	362.90	271.30
2	青岛软控 / 中国	405.00	309.60	354.30	228.00
3	飞迈 / 荷兰	344.80	260.00	262.00	254.80
4	神户制钢 / 日本	247.00	238.00	312.00	330.00
5	大连橡塑 / 中国	193.40	208.00	133.30	85.60
6	益阳橡胶/中国	134.90	97.60	128.80	109.00
7	天津赛象 / 中国	127.90	85.70	84.10	79.00
8	LWB / 德国	110.40	85.60	77.00	67.40
9	德斯玛 / 德国	110.30	96.60	85.20	78.60
10	特罗埃斯特 / 德国	102.10	77.00	93.70	77.10

资料来源：华安证券研究所

### 1.3 上游供应充足，高技术壁垒形成高毛利

公司主要产品原材料主要是外协零部件与外购设备，能源消耗方面则主要是电力消耗。原材料占主营成本大约 60%。

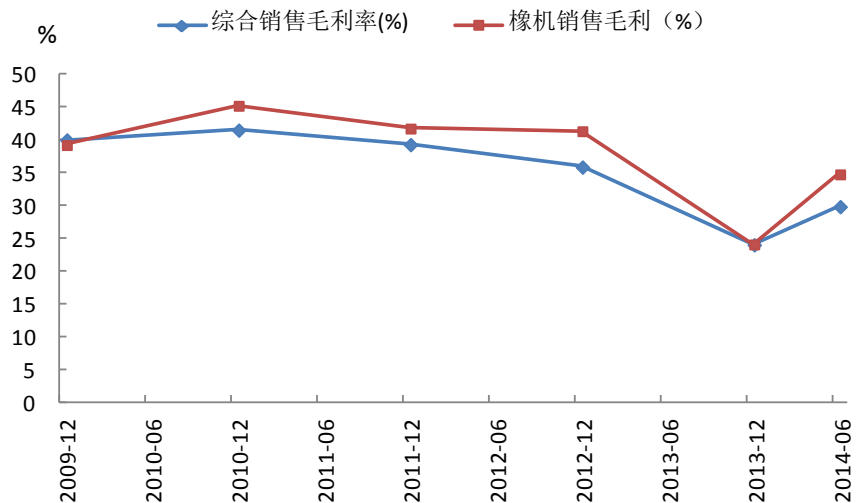
外协零部件方面，生产图纸由公司提供，外协厂商生产部件并无技术门槛，竞争充分，公司议价权较强；外购设备方面，主要是机电材料(传动装置)、控制装置、元器件、仪器仪表、钢材、铝材等，这些材料同样竞争激烈，供应充足；电力消耗方面，公司电力成本将随着电价的逐步上涨而增加，但这一过程将会比较



平缓。

对于下游轮胎生产企业而言，现代轮胎生产要求长时间、高精度连续作业，因此对生产装备技术要求很高；再加上软控能够提供整套生产线交钥匙工程，因此其订单也大都维持较高毛利。从数据上看，2009 年以来，软控整体毛利水平维持在 30%~40% 的水平。2013 年毛利水平的大幅下降，主要是 2013 年公司总包的缅甸 MEC 项目确认 3.3 亿收入。这一项目大部分为外购非公司产品，毛利很低。随着收入确认逐渐完成，公司橡胶机业务毛利逐步恢复。目前公司橡胶机设备毛利水平仍维持 30% 以上毛利水平。再加上公司今年机器人业务增长迅速，提升了公司整体毛利水平。

图表 6 公司综合毛利和橡胶机设备业务毛利恢复到 30% 以上



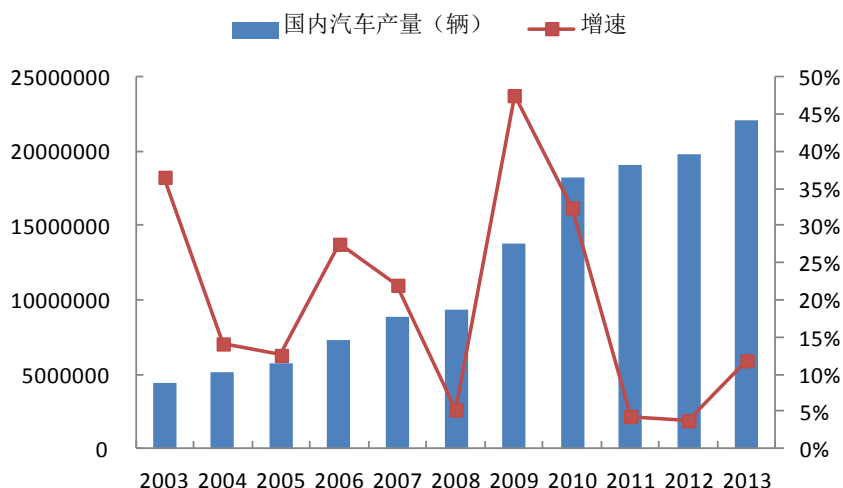
资料来源：华安证券研究所

## 2 国内轮胎设备行业持续稳健增长

### 2.1 中国成为汽车大国

过去 10 年，伴随城镇化进程与基建大踏步前进，中国汽车制造业快速发展，复合增速达到 17%。2009 年颁布了产业振兴规划，给予小排量汽车税收优惠，刺激汽车销量，尤其是本土品牌汽车销量爆发式增长。我国汽车产量在过去 10 年的增速远超全球汽车 3% 的复合增速。另一方面，汽车保有量从本世纪初的两百万量，增长到 2013 年的超过两千万量。2009 年国内汽车保有量突破千万。

图表 7 公司综合毛利和橡胶机设备业务毛利恢复到 30% 以上



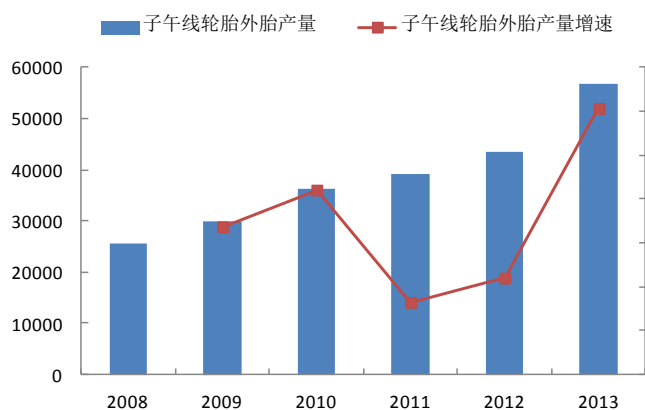
资料来源：华安证券研究所

经过 10 年的快速增长, 预计未来汽车行业将步入稳健增长阶段。据 J.D Power 等机构预测, 到 2020 年, 中国汽车产销量年均增速大约 7%~10%。轮胎制造业需求将受益于汽车行业的稳健增长, 特别是子午线轮胎外胎行业, 另外, 不断扩大的国内汽车 AM 市场也会给轮胎市场带来增量。

## 2.2 子午轮胎需求将持续增长

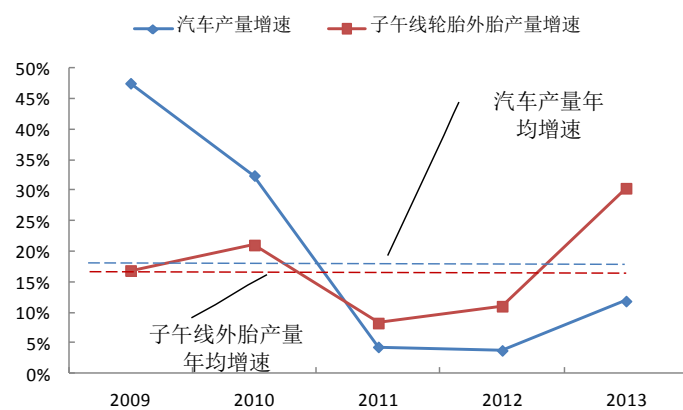
我国子午线轮胎需求受益于汽车行业的快速增长。从 2009 年到 2013 年, 子午线轮胎产量年均增速 17.25%, 同期汽车产量年均增速约 18%。但从历史数据来看, 相比汽车产量增速, 子午线轮胎产销增速波动幅度略小。

图表 8 子午线外胎产量持续增长



资料来源：华安证券研究所

图表 9 子午线外胎产量与汽车产量增速变化比较一致



资料来源：华安证券研究所

未来我国汽车行业的增长将给子午线轮胎带来持续稳健增长的需求。对子午线轮胎而言, 下游需求的提升主要有三方面动力:

首先是每年汽车产量增长带来的增量部分, 按照年均 7%~10% 的增速预测,

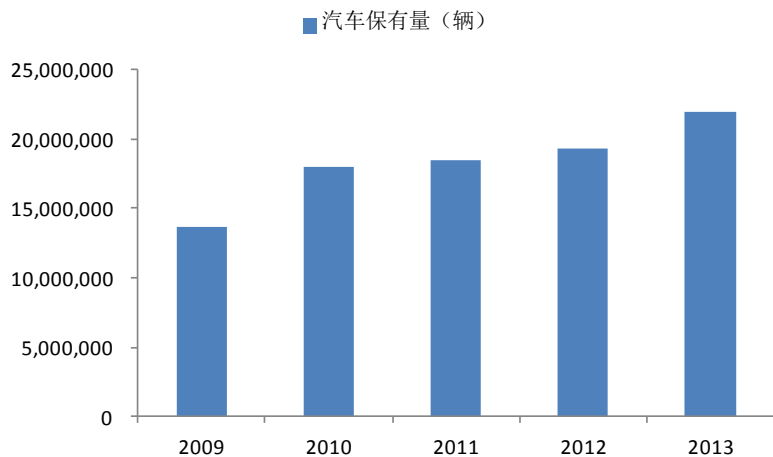


每年子午线轮胎需求增速应当不低于这一范围。

其次是逐步提升的子午化率，按照 2009 年出台的《轮胎产业政策》，到 2015 年，我国乘用车轮胎子午化率要达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达 90%。目前来看，我国乘用车轮胎子午化率已接近 100%，但在商用车领域，相比美、欧、日等国家地区接近 100%的子午化率，中国仍有一定提升空间。

汽车 AM 市场需求也是子午线轮胎需求稳定增长的重要动力。经过多年发展汽车保有量已经达到 2.1 亿量，按照轮胎 3~5 年的更换周期，2009 年以来的汽车轮胎逐步进入更换期。并且，由于今年子午化率快速提升，保有汽车中相当部分汽车轮胎需更换为子午线轮胎。这些需求将是轮胎行业的重要稳定器。

图表 10 2009~2013 年我国汽车保有量



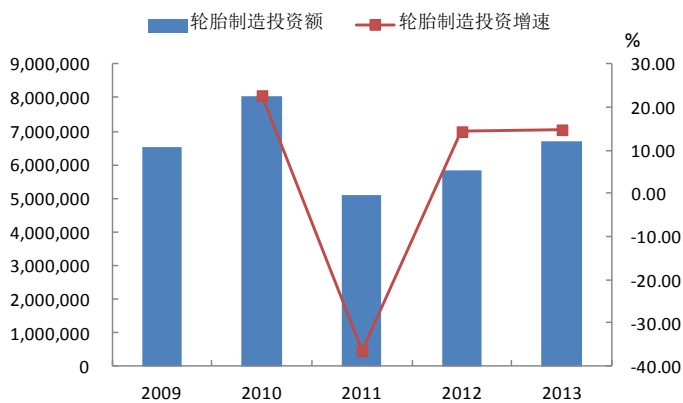
资料来源：华安证券研究所

## 2.3 国内投资意愿旺盛，行业景气度持续回升

国内轮胎装备市场呈现明显的周期特征。轮胎装备投资增速受到宏观政策与影响；在 09 年 4 万亿计划后，连续两年增长，但在 2011 年宏观货币政策开始收紧，以及行业政策开始收紧以后，投资显著下滑。近两年，随着宏观货币政策逐步回归中性，轮胎制造投资逐步恢复。就轮胎外胎的新增产能而言，也呈现出十分明显的周期特征，过去 10 年的两轮新增产能高峰时期分别在 2007 年与 2012 年。

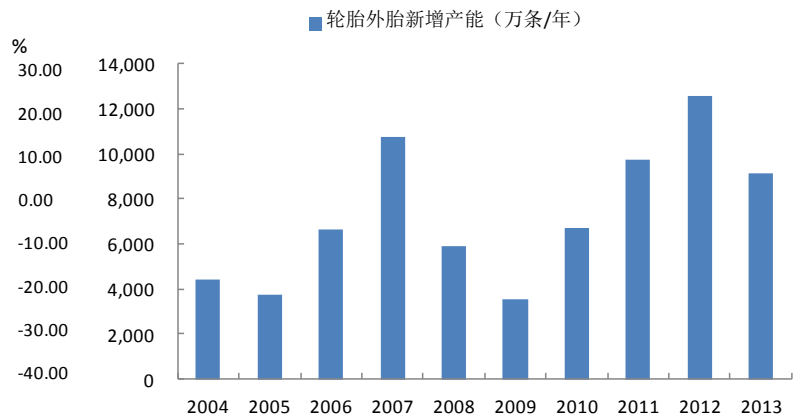
轮胎行业在 2009 年以后持续数年的高回报率是驱动行业投资高速增长的内动力。在这一快速扩张时期，轮胎制造投资收回成本周期往往少于 6 个月，再加上货币政策处于极度宽松时期，轮胎生产企业具有非常强的投资冲动，这一时期产生大量中小规模生产线投资。2010 年，工信部颁布《轮胎产业政策》，提出了轮胎行业准入门槛，要求逐渐淘汰落后产能，加上 2011 年开始，汽车销量见顶、宏观货币政策收缩，使得轮胎制造固定资产投资于 2010 年见顶。轮胎外胎的产能，则在行业固定投资驱动下，随着行业集中度的不断提高，大型生产线的逐步投产，在 2012 年见顶。

图表 11 轮胎制造投资与增速



资料来源：华安证券研究所

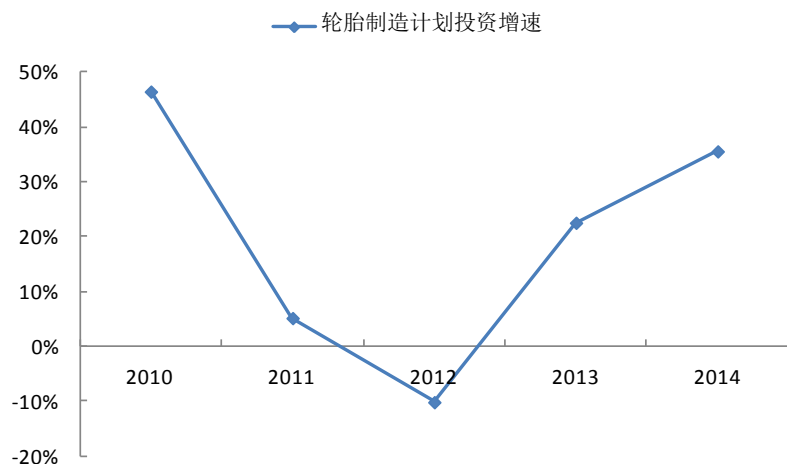
图表 12 轮胎外胎新增产能情况



资料来源：华安证券研究所

近两年来，就行业投资增速而言，轮胎制造企业固定资产投资意愿依然旺盛，行业景气度持续回升。从最新的数据来看，轮胎制造企业计划投资额继续快速增加。2014 年轮胎制造固定资产投资计划同比增长超 35%，表明企业扩张产能与设备升级动力仍然旺盛。我们预计，制造企业的投资意愿将在未来几年推动轮胎设备行业景气度继续回升。

图表 13 轮胎制造计划投资增速持续回升



资料来源：华安证券研究所

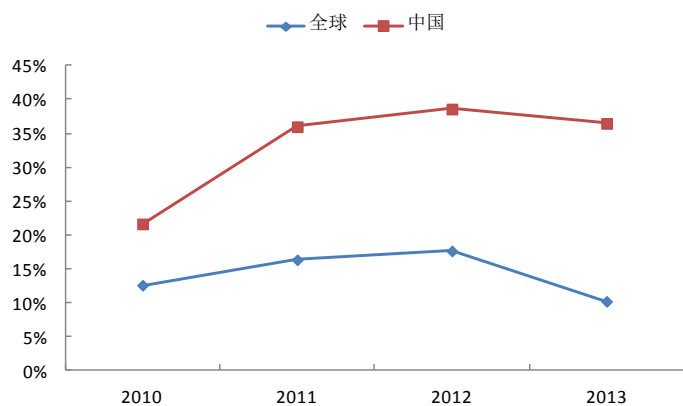
## 2.4 中国市场崛起，行业集中度持续提升

2009 年以来，轮胎装备行业出现比较明显的一个特征，是中国市场的崛起。2009 年，中国市场橡胶机销售 7.35 亿美元，占全球销售比重大约 1/4。此后这一比重连年上升，到 2013 年，中国市场橡胶机销售达到 23 亿美元，占全球销售金额比重达到 46%，超过欧、美等国家和地区销售总和。行业增速方面，全球橡胶机行业在过去 5 年维持了两位数以上的增长，而中国市场增速远高于全球水平，从 2011 年起，中国市场增速均保持 30% 以上。

中国市场的崛起给本土厂商带来了重大机遇。借助于本土优势，中国目前共

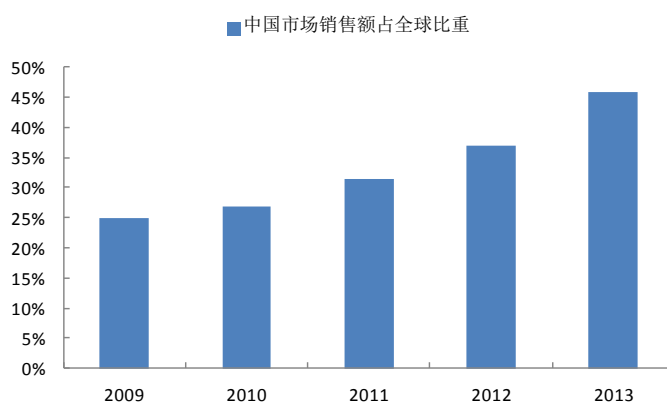
有软控、大橡塑（转型）、益阳橡机、天津赛象等四家厂商进入全球销量前 10，全球销量前 30 家橡机厂商中，有 15 家是中国本土厂商。

图表 14 中国市场增速远超全球平均



资料来源：华安证券研究所

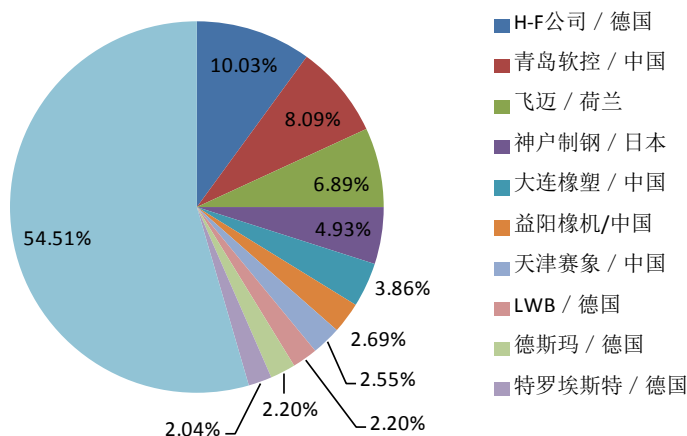
图表 15 中国橡机市场比重持续上升



资料来源：华安证券研究所

另一方面，全球市场竞争激烈，但大厂商市场份额仍然牢固。从市占率看，目前排名前三的厂商市占率仍明显超过其它厂商。排名第一的 HF 市占率维持在 10% 左右，软控维持在 8%~9%，VMI 则维持在 7% 左右。不考虑今年大幅下滑的神户制钢，以及正在转型的大橡塑，排名第六及以后的厂商市占率均在 3% 以下。

图表 16 橡胶机械主要厂商市占率



资料来源：华安证券研究所

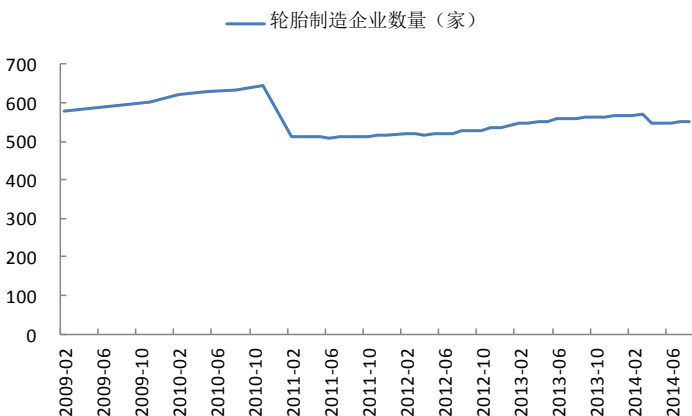
国内市场则的集中化趋势，主要由下游轮胎制造企业的集中化趋势所带动。国内目前有超过 500 家轮胎制造企业，绝大多数是小型企业。这些企业在过去 10 年，特别是过去 5、6 年汽车行业快速发展带动下，大量涌入轮胎制造行业，在高峰时期企业数量超过 600 家。这些企业良莠不齐，竞争激烈。

以 2011 年米其林与双钱集团合资在中国设立双钱回力轮胎有限公司为标志，全球大型轮胎企业产能逐渐开始向中国转移的趋势。这些大型企业进入中国市场，推动国内市场轮胎制造行业的兼并与重组。尽管 2011 年以来国内轮胎市场仍然快

速增长，不少小企业仍逐渐退出这一市场。2010 年《轮胎产业政策》出台后，政府推动了轮胎行业的落后产能淘汰，加剧了行业集中的趋势。今年 3 月以后，轮胎制造行业再一次出现产能淘汰。预计轮胎制造行业这一趋势将会延续。

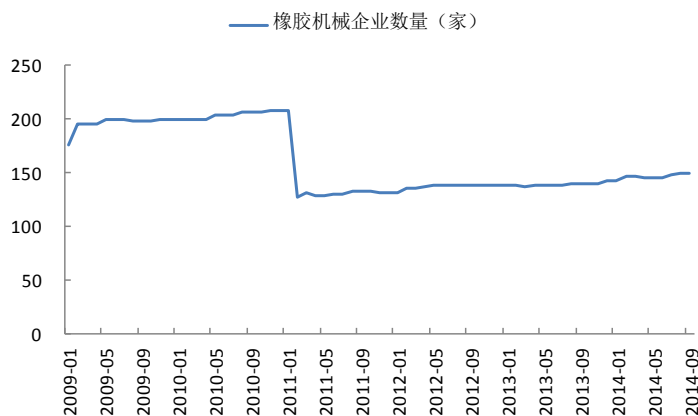
轮胎制造行业并购的趋势将持续带动国内轮胎设备行业集中化的趋势。2010 年，伴随轮胎制造行业的落后产能淘汰，橡胶设备企业也经历了一轮显著地兼并与淘汰过程。大量中小型企业被收购或退出市场。

图表 17 国内轮胎制造企业数量



资料来源：华安证券研究所

图表 18 国内橡胶机械企业数量



资料来源：华安证券研究所

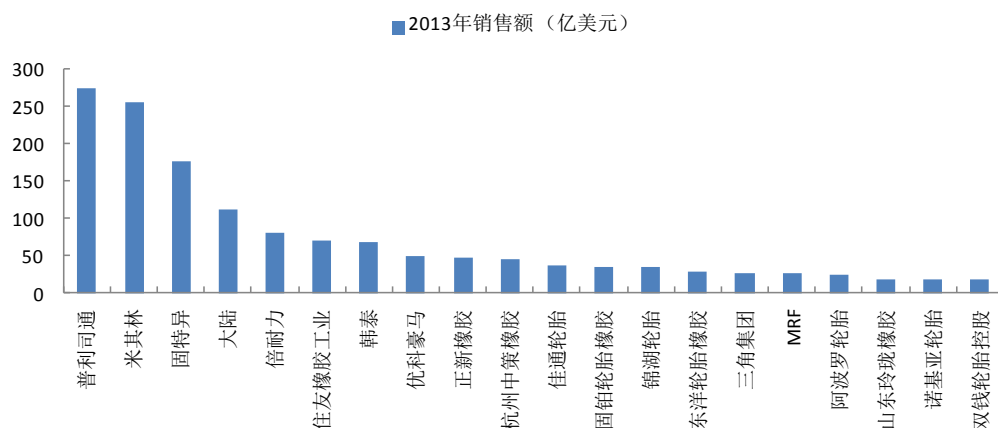
## 3 产业链积极拓展，打造新增长极

### 3.1 高端客户战略持续推进

全球市场上，国际大型轮胎制造商占据了主要市场份额。近三年来，全球轮胎销售前 20 强厂商占全球销量比重均超过 75%。普利司通、米其林、固特异等前三强市占率均在 10% 左右及以上，显著高于其它厂商。更为重要的是，从过去三年时间来看，轮胎制造商前 20 强地位总体上比较稳固，除了普利司通、米其林、固特异等牢牢占据前三甲以外，2011 年以来前 20 强名单也基本未变，仅是双钱因与米其林合作，挤进前 20 强。



图表 19 2013 年轮胎厂商前 20 强



资料来源：华安证券研究所

图表 20 近三年轮胎厂商前 20 强排名及市占率情况

厂商	2013 排名	2012 排名	2011 排名	2013 年市占率	2012 年市占率	2011 年市占率
普利司通	1	1	1	14.65%	15.26%	15.17%
米其林	2	2	2	13.66%	14.00%	14.62%
固特异	3	3	3	9.40%	10.09%	10.93%
大陆	4	4	4	5.96%	5.82%	5.68%
倍耐力	5	6	5	4.28%	4.07%	4.16%
住友橡胶工业	6	5	6	3.73%	4.15%	3.95%
韩泰	7	7	8	3.67%	3.34%	3.06%
优科豪马	8	8	7	2.63%	2.97%	3.21%
正新橡胶	9	9	10	2.55%	2.47%	2.28%
杭州中策橡胶	10	10	11	2.42%	2.43%	1.78%
佳通轮胎	11	15	15	2.01%	1.44%	1.55%
固铂轮胎橡胶	12	11	9	1.84%	2.24%	2.09%
锦湖轮胎	13	12	12	1.83%	1.92%	1.88%
东洋轮胎橡胶	14	13	13	1.59%	1.53%	1.63%
三角集团	15	16	14	1.45%	1.32%	1.35%
MRF	16	14	17	1.40%	1.45%	1.25%
阿波罗轮胎	17	17	16	1.29%	1.25%	1.35%
山东玲珑橡胶	18	19	18	1.01%	0.97%	0.86%
诺基亚轮胎	19	18	20	0.97%	1.00%	0.97%
双钱轮胎控股	20	20	22	0.96%	0.96%	0.83%

资料来源：华安证券研究所

对于轮胎设备厂商而言，大型轮胎制造商比小型轮胎制造商更有价值。

1) 大型厂商对设备供应商的要求非常严格，进入大型轮胎制造商，特别是前三强供应厂商供应体系十分困难，往往需要经过若干年考察以后，才能够成为大型厂商的供应商，对某个特定设备也是一样。因此，产品供应给某一个或几个大型轮胎制造商具有较强的示范作用，能够更加容易的获得其它轮胎制造商的认可。



2) 大型厂商具有巨大的设备更新需求。多数轮胎制造商所需设备折旧年限一般在 5~15 年。如果按照平均 10~12 年折旧年限折算, 我们估计平均每年设备更新需求在全部需求的 1/4 到 1/3。并且, 在今年轮胎制造行业固定资产投资快速增加以后, 预计未来这一市场将持续扩大, 且比重可能上升。

3) 大型轮胎制造商设备毛利水平显著高于中小轮胎制造商。

公司此前客户多以中小型轮胎制造企业为主, 但在几年前, 公司已经开始逐渐布局与 HF、VMI 等竞争对手在高端客户领域的竞争。公司 2009 年在斯洛伐克设立欧洲研发中心, 对欧洲客户特别是欧洲大型高端客户提供针对性服务, 并从事全球领先技术的研究开发。2011 年收购 WYKO Tire Technology, 利用该公司 50 多年的经验, 为美国乃至全球客户提供成型鼓等核心部件。公司还高新引进具有丰富经验的职业经理人。另外, 公司与青岛科技大学共同承建了国家橡胶与轮胎工程技术研发中心, 公司参与中心的橡胶设备设计研发, 这令公司始终可以优先接触到橡胶轮胎技术发展前沿, 把握产业趋势, 并能吸引全球领先轮胎制造公司关注。这些举措旨在加强公司研发实力, 提升公司在全球大型轮胎制造商中的形象与认知度。

公司已经将全球领先的大型轮胎制造商确立为重点客户, 近两年不断努力扩大下游大型客户采购比重。目前公司已有部分产品进入这些厂商的供应体系。公司产品技术水平不断提升, 在许多关键指标上已经可以与 HF、飞迈等主要对手同台竞争, 并且, 公司产品具有比较显著地价格优势。在全球轮胎制造企业普遍加强成本控制的大趋势下, 公司产品竞争优势将逐渐突显。普利司通、倍耐力等大型客户供应链一般会有 3~5 年的检验期, 明年应当期满, 公司应当可以有更多产品进入这些大型客户供应体系。随着高端市场的逐步打开, 我们预计公司的配料密炼、成型等核心流程产品将开始逐步放量。估计目前公司来自大型重点客户的比重不到 20%, 由于这些客户需求占据了约 7 成的市场份额, 因此我们预计未来软控来自这些客户订单有望达到 70% 以上。

## 3.2 机器人业务爆发, 未来将持续快速增长

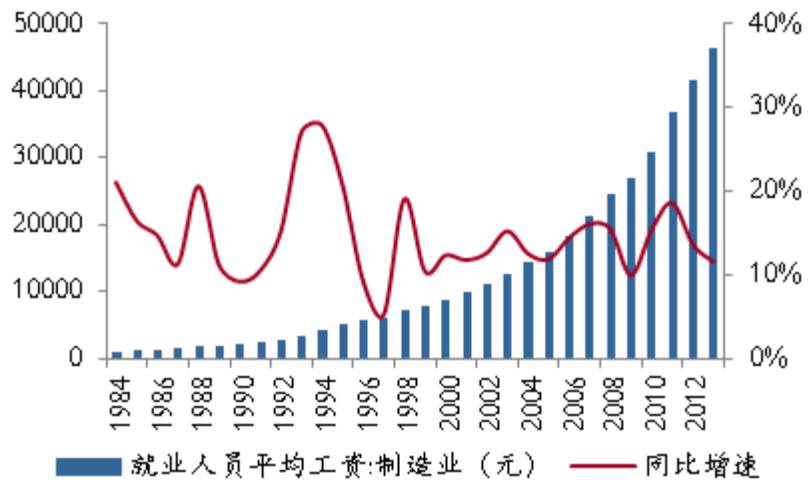
工业机器人是公司今年增长最快的业务。工业机器人的快速发展是装备制造行业潮流。在成本压力、政策扶持、国产替代等因素合力作用下, 工业机器人行业步入快速增长期。

我国劳动力供给数量已过拐点, 普通劳动力报酬近年来快速上升, 进入上升通道, 随着劳动力趋紧, 普通工人工资上涨已成定局。随着农村富余劳动力的逐渐减少, 我国已经开始从劳动力过剩向短缺转折的“刘易斯拐点”。与此同时, 持续的低生育率加速了我国人口结构老龄化趋势, 可劳动人口的供给端数量正在减少, “人口红利”正在逐渐消失, 新一代劳动力, 尤其是农村劳动力对工种、劳动环境等有更高的要求。与此同时, 由于投资维持较高增速, 导致劳动力市场出现结构性短缺, 沿海发达地区、劳动强度大的普通工种需求大。劳动力供给端的减少、需求端持续旺盛的需求直接决定了制造业从业员工工资水平持续上涨, 企业用工成本持续增加。从近 10 年我国制造业就业人员平均工资增速来看, 至 2013 年, 10 年间年复合增长率达到 12.54%, 而当前高级电焊工、油漆工的平均月薪已经突破万元, 用工企业人力成本上升。

人力成本的上升, 使得工业机器人优势凸显。据我们的估算, 一般情况下, 工业机器人年均使用成本(包括购置与维保)仅为人工成本的不到 1/5, 甚至 1/10。

并且，使用工业机器人可以增加产品质量的稳定性；可以增加企业现代化形象。因此，对企业来说，工业机器人具有很强的吸引力。

图表 21 我国制造业就业人员平均工资



资料来源：华安证券研究所

工业机器人的发展是传统制造业升级的一大趋势，是高端智能装备发展方向之一。国家出台了系列重大政策支持行业的发展。早在 2007 年的“十一五”规划中，就明确提出“支持自动化行业发展”。《高端装备制造业“十二五”发展规划》和《智能制造装备产业“十二五”发展规划》提出，到 2015 年高端装备制造业收入将超过 6 万亿，而智能装备是高端化的首选项。到 2015 年智能装备制造业收入将超过 10000 亿元，到 2020 年达到 30000 亿元，年均增长率将超过 25%。

图表 22 高端装备制造业国家政策支持

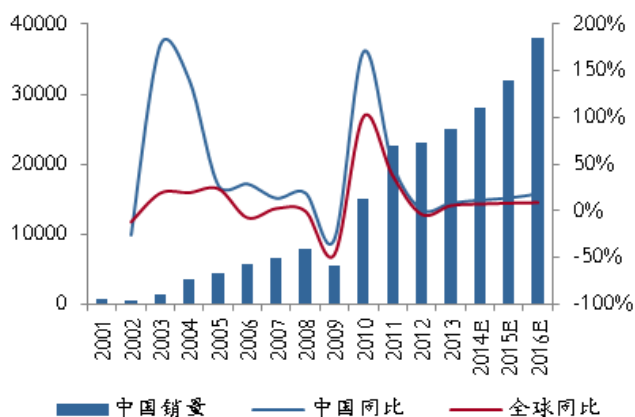
时间	政策法规	具体条款	主要影响
2007	《国家十一五发展规划》	“十一五”期间，要加快发展先进制造业，提高重大设备国产化水平。	支持自动化行业的发展。
2009	《装备制造业调整和振兴规划》	重点研发高速精密复合数控金切机床、重型数控金切机床、数控特种加工机床、大型数控成形冲压设备、重型锻压设备、清洁高效铸造设备、新型焊接设备与自动化生产设备、大型清洁热处理与表面处理设备等八类主机产品；加快发展工业自动化控制系统及仪器仪表、中高档传感器等。	推进工业自动化进程。
2011	《我国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》	高端装备制造产业重点发展航空装备、卫星及应用、轨道交通装备、智能制造装备	进一步明确高端装备制造的发展重点。
2011	财政支持	“十二五”期间，我国对智能装备研发的财政支持力度将继续增大，首台首套性质的产品 将获得国家25%—30% 的补贴，最高补贴50%， 智能制造装备也是高端装备制造业的重点方向之一。	对智能装备研发加大财政支持力度。
2012	《智能制造科技发展“十二五”专项规划》	提出攻克工业机器人本体、精密减速器、伺服驱动器和电机、控制器等核心部件共性技术，自主研发工业机器人工程化产品，实现工业机器人及其核心部件的技术突破和产业化。	重点发展工业机器人。
2012	《服务机器人科技发展“十二五”	提出“十二五”期间将重点培育发展工业和服务机器人新兴产业。其间，我国将攻克一批智能化高端装备，发展和培育一批高技术产	加大对服务机器人核心企业的培

	专项规划》	值超过100亿元的核心企业。	育。
2012	财政部公示	财政部公示2012年智能制造装备项目拟支持单位名单，共有64个项目入围，其中相关的上市公司项目达到9个，包括新松机器人的重卡变速器装配生产线项目。	对一批智能制造装备企业之间进行财政支持。
2012	《高端装备制造业“十二五”发展规划》	加快实施《高档数控机床与基础制造装备》科技重大专项，加强对高档数控系统、伺服驱动装路、机床自诊断技术等技术与装路研发投入力度，提高主机的智能化水平，推进系统集成和成套，开发一批智能化成形和加工成套设备。重点支持智能技术、智能测控装路与部件、重大智能制造成套装备的研发、产业化和应用推广。	从金融财税政策着力，加快智能制造装备的研发、产业化和应用。
2012	《“数控一代”装备创新工程行动计划》	重点组织实施五大行动，其中PLC、人机界面、控制软件、变频器、伺服驱动、节能电机等自动化技术被作为重点开发对象。	重点开发自动化数控产品。
2013	《关于组织实施2013年智能制造装备发展专项的通知》	由国家发改委、财政部、工业和信息化部共同组织实施该发展专项，重点支持数字化车间、智能测控系统与装路的研发应用、智能制造系统在典型领域的示范应用项目。	开始贯彻落实十二五规划对智能制造产业的扶持计划。
2013	《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	围绕市场需求，突破核心技术。选择汽车、船舶、电子、民爆、国防军工等重点领域，根据用户需求，开展工业机器人系统集成、设计、制造、试验检测等核心技术研究，攻克伺服电机、精密减速器、伺服驱动器、末端执行器、传感器等关键零部件技术并形成生产力。	开始落实推进工业机器人发展相关问题。

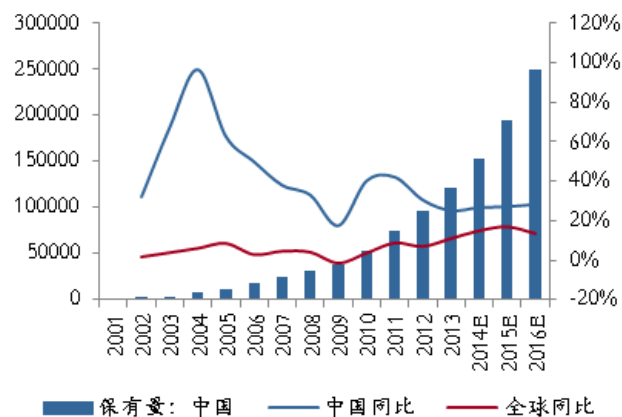
资料来源：华安证券研究所

从国内机器人密度现状来看，国内工业机器人仍具有广阔空间。国内工业机器人保有量截止2013年为12.12万台，机器人密度仅为23，从机器人密度方面来看。2012年，全球机器人平均密度为58、亚洲为47，日本为332、德国为273、韩国396、美国为141。中国安装密度远低于日、德、美等国家，未来我国要达到日、德、韩国一样的机器人密度，必须要安装100万台以上机器人，国内市场前景广阔。国内工业机器人市场发展迅速。2013年外资企业在华销售工业机器人总量超过2.7万台，较上年增长20%，国内企业销售总量超过9500台，按可比口径计算销量同比增长65.5%。内资品牌市场占有率迅速提升，按照2013年销量计算，本土品牌市场份额达到24%，相比2012年提高了8.09倍，同时市场占有率也由4%跃升至24%。

图表 23 中国机器人发展速度超越全球增速



图表 24 中国工业机器人保有量增速超越全球涨幅

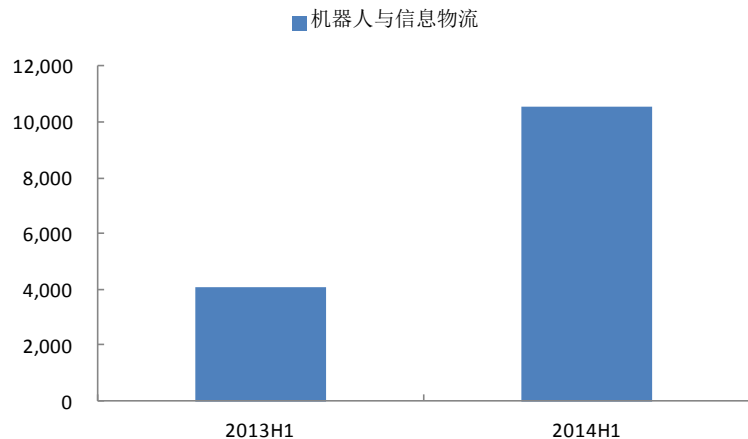




公司工业机器人业务主要由软控科捷承担。软控科捷是公司 2010 年收购的子公司，公司持有 65% 的股权。科捷的传统客户包括富士康、海尔、美的等，主要产品也是注塑机械手等。除了传统的机器手等工业机器人产品以外，科捷也逐步开始提供自动化生产线整体方案。科捷公司产品可广泛应用与基础事业、汽车、电子电器、食品饮料、家电、日化等等领域。软控股份也负责部分工业机器人业务，主要集中在轮胎制造企业市场，提供包括这类企业自动化物流、机器手等等相关自动化设备。

科捷的机器人业务受益于行业快速增长，今年出现爆发式增长。按照可比口径，2014 年上半年机器人与信息物流同比增长近 160%。全年机器人与信息物流业务倍增已成定局。在行业向好的大环境下，预计未来 2 年这块业务仍将保持快速增长

图表 25 2014 年上半年公司机器人相关业务爆发式增长



资料来源：华安证券研究所

### 3.3 布局新材料，进军万亿规模市场

公司今年上半年进行了两次比较重大的收购，开始布局进军橡胶新材料市场。

4 月 23 日，公司公告，软控股份与怡维怡研究院签订了购买新型复合材料生产制造技术的意向书。此次购买的技术，主要是怡维怡研究院开发的“高性能橡胶新材料”工艺技术，该工艺将高性能填料和合成橡胶作为原料生产出新型复合材料。该材料可用于发展高性能环保轮胎。

同日，公司公告，以 3.47 亿收购抚顺伊科思 100% 的股权。抚顺伊科思是一家主要研发生产合成橡胶、及其衍生品、助剂产品的公司，在合成橡胶领域，已有国家授权发明专利 5 项。并且，伊科思以国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心为平台，紧密联合青岛科技大学、北京化工大学、大连理工大学等国内各大高校及科研机构，背靠这些学校的研发力量，产学研结合，增强自身实力。目前公司自身已具备小试、中试能力。

9 月公司与怡维怡研究院、青岛易元投资共同设立了益凯新材料有限公司。公司设立该子公司目的在于抓住全球绿色环保轮胎产业发展的大趋势，使用合成

橡胶作为原料，实现上述专利的产业化。我们认为，至此，公司在橡胶新材料市场的初步布局已经完成。

图表 26 益凯新材料有限公司股东

股东名称	出资额（亿元）	出资方式	出资比例
软控股份有限公司	1.2	现金	60%
青岛易元投资有限公司	0.5	现金	25%
怡维怡橡胶研究院有限公司	0.3	现金	15%

资料来源：华安证券研究所

橡胶新材料是一个万亿规模的市场。中国橡胶工业协会正式发布的《中国橡胶工业强国发展战略研究》中提出，力争实现橡胶产品销售额从2013年到2020年年增长7%，达到1.49万亿元，2020~2025年年增长6%，2025年达到1.99万亿元，轮胎橡胶销售利润率要从4.7%提高到8%。2013年，我国规模以上轮胎制造企业主营成本共3466亿元。按照一般情况，天然橡胶、合成橡胶占轮胎成本各约40%、30%的比重计算，这两部分市场分别约1386亿、1039亿元。因此，软控布局橡胶新材料面临的国内市场空间至少在千亿以上。按照年均7%的增速，10年后国内市场最多可达5000亿元，如果考虑全球市场，空间可以在万亿以上。

橡胶新材料将可能成为公司除了轮胎设备与机器人业务以外，未来主要支柱业务之一。目前公司刚刚收购新材料技术专利，短期内暂时不会给公司贡献业绩。

### 3 盈利预测与估值

受益于国内与国际轮胎制造景气度回升，高端战略执行，以及机器人业务与信息化物流业务的爆发式增长，公司3季度营收增长14%。随着下游行业景气度的继续回升，以及新业务的持续快速发展，我们预计2014-2016年营收增速分别为16%、21%、26%。公司工业机器人基地一期项目已经开工，预计未来2年工业机器人收入将成为新的增长极，带动整体收入增速上升。在不考虑橡胶新材料业务的情况下，随着轮胎装备景气度的趋稳回升，以及机器人业务的快速扩大，预计软控毛利水平在今明两年将小幅回升。预计2014-2016年营业收入达到29.23、35.27、44.44亿元，归母净利润2.08、3.14、4.21亿元，EPS0.28、0.42、0.57元；对应市盈率47、32、23倍，我们给予“增持”评级。



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4,813	6,331	6,759	7,902	营业收入	2,520	2,923	3,527	4,444
现金	830	585	705	928	营业成本	1,914	2,073	2,465	3,037
应收账款	1,830	2,831	2,993	3,659	营业税金及附加	27	15	18	22
其他应收款	57	188	287	250	销售费用	127	146	176	222
预付账款	332	394	322	278	管理费用	398	576	635	800
存货	1,249	1,874	1,891	1,980	财务费用	60	26	14	40
其他流动资产	515	459	560	807	资产减值损失	37	15	0	2
非流动资产	1,940	1,739	1,681	1,607	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	53	38	43	45	投资净收益	4	39	0	0
固定资产	863	869	849	821	营业利润	(39)	111	218	321
无形资产	132	124	115	108	营业外收入	124	127	139	157
其他非流动资产	892	709	673	633	营业外支出	7	6	6	9
资产总计	6,753	8,070	8,440	9,508	利润总额	78	232	351	469
流动负债	2,186	4,096	4,186	4,848	所得税	(48)	23	35	47
短期借款	85	1,599	1,023	1,145	净利润	125	209	316	422
应付账款	846	1,010	1,216	1,498	少数股东损益	(1)	2	2	1
其他流动负债	1,256	1,486	1,947	2,205	归属母公司净利润	126	208	314	421
非流动负债	1,256	491	507	555	EBITDA	103	221	320	452
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.28	0.42	0.57
其他非流动负债	1,256	491	507	555	主要财务比率				
负债合计	3,443	4,586	4,693	5,402	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	18	20	22	23	成长能力				
股本	742	742	742	742	营业收入	55.68%	16.00%	20.66%	26.00%
资本公积	603	603	603	603	营业利润	-128.24%	-387.15%	96.18%	46.94%
留存收益	1,942	2,119	2,379	2,737	归属于母公司净利润	-39.13%	64.52%	51.35%	33.94%
归属母公司股东权益	3,292	3,464	3,725	4,083	获利能力				
负债和股东权益	6,753	8,070	8,440	9,508	毛利率(%)	24.04%	29.07%	30.10%	31.66%
现金流量表					净利率(%)	5.01%	7.10%	8.91%	9.47%
单位:百万元					ROE(%)	3.79%	6.00%	8.44%	10.27%
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	ROIC(%)	5.39%	7.39%	6.74%	10.03%
经营活动现金流	407	(982)	770	205	偿债能力				
净利润	125	208	314	421	资产负债率(%)	50.98%	56.83%	55.60%	56.82%
折旧摊销	87	84	88	92	净负债比率(%)	36.22%	52.56%	56.49%	62.77%
财务费用	58	26	14	40	流动比率	2.20	1.55	1.61	1.63
投资损失	(4)	(39)	0	0	速动比率	1.63	1.09	1.16	1.22
营运资金变动	146	(1,277)	351	(350)	营运能力				
其他经营现金流	(6)	17	2	3	总资产周转率	0.38	0.39	0.43	0.50
投资活动现金流	(116)	54	(5)	(2)	应收账款周转率	1.34	1.32	1.32	1.45
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	3.41	3.15	3.17	3.28
长期投资	(14)	15	(5)	(2)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(102)	39	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.28	0.42	0.57
筹资活动现金流	(218)	680	(644)	19	每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	(1.32)	1.04	0.28
短期借款	(138)	1,514	(576)	123	每股净资产(最新摊薄)	4.43	4.67	5.02	5.50
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	78.1	47.5	31.4	23.4
资本公积增加	81	(0)	0	0	P/B	3.0	2.8	2.6	2.4
其他筹资现金流	(161)	(834)	(68)	(103)	EV/EBITDA	58.57	51.08	33.40	23.82
现金净增加额	72	(248)	121	223					

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。