



买入 **47% ↑**
目标价格:人民币 18.00
002073.CH
价格:人民币 12.28
目标价格基础: 41 倍 16 年市盈率
板块评级: 增持

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.4	(35.5)	(52.0)	20.0
相对深证成指	10.8	(16.4)	(11.1)	(5.6)

发行股数(百万)	819
流通股(%)	76
流通股市值(人民币百万)	7,649
3个月日均交易额(人民币百万)	788
净负债比率%(2015E)	41
主要股东(%)	
袁仲雪	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2015年9月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

张广荣

(8610)66229355

guangrong.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070004

软控股份

成长三部曲、开启新纪元

软控过去十年的增长主要逻辑是以装备创新推动轮胎子午化率提升,下一个十年的逻辑将从装备、工艺、材料创新三角全面发力,着力推进下游轮胎厂商向轮胎高端化、绿色化升级。公司持股 60% 股权的益凯新材料即将填补我国溶聚丁苯和钕系顺丁橡胶复合新材料在行业内大规模应用的空白。我们给予买入的首次评级,目标价格 18.00 元。

支撑评级的要点

- 软控 1.0:** 立足轮胎橡胶行业。一方面,2014 年超越第二名成为全球橡胶装备制造新霸主,国际大客户拓展加速推进;另一方面,绿色轮胎新材料产业化推动公司迈向新蓝海,从 300 亿到 3,500 亿,市场空间将巨幅打开。
- 软控 2.0:** 跨行业拓展见成效,机器人与智能物流系统迎来快速增长期,支撑近两年业绩稳增长无虞:机器人作为物流的核心装备,将与自动仓库、分拣机、各类输送机等物流装备一起发挥大物流硬件的作用,科捷物流主要瞄准快递、配送和工厂自动化三大细分领域,我们预计这三者每年的市场空间超过 400 亿。目前公司已切入行业内核心客户的供应商体系。
- 软控 3.0:** 公司参股 20% 股权的公司橡胶谷,“互联网+”、校区+园区+产业平台=创新生态圈,是公司工业 4.0 下基于产业互联网布局的新模式集团。未来有望成为橡胶行业的硅谷。

评级面临的主要风险

- 股票市场系统性风险、新产品推广缓慢风险。

估值

- 盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2015、2016、2017 年销售收入分别为 31.15 亿元、37.59 亿元、49.11 亿元,归属于母公司的净利润分别为 2.62 亿元、3.53 亿元、4.98 亿元;每股收益分别为 0.32 元、0.43 元、0.61 元。我们给予买入的首次评级,目标价格 18.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,520	2,950	3,115	3,759	4,911
变动(%)	56	17	6	21	31
净利润(人民币 百万)	127	193	262	353	498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.171	0.260	0.320	0.431	0.609
变动(%)	(38.6)	51.9	22.8	34.9	41.2
全面摊薄市盈率(倍)	71.7	47.2	38.4	28.5	20.2
价格/每股现金流量(倍)	22.4	(31.5)	42.2	22.0	20.0
每股现金流量(人民币)	0.55	(0.39)	0.29	0.56	0.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.5	32.7	33.6	23.4	17.2
每股股息(人民币)	0.009	0.028	0.023	0.031	0.044
股息率(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

报告核心要点.....	3
全球领先的轮胎橡胶装备制造商	4
中国轮胎橡胶产业大而不强.....	6
新产品是国际轮胎巨头竞争的焦点.....	8
公司在装备、材料、工艺三大领域卡位优势明显.....	10
软控 1.0 增长逻辑总结	13
软控 2.0：跨行业拓展见成效，机器人与智能物流系统迎来快速增长期	14
软控 3.0：橡胶谷是公司工业 4.0 下基于产业互联网布局的新模式集团	16
盈利预测与评级	18
研究报告中所提及的有关上市公司	20

报告核心要点

- **软控 1.0：立足轮胎橡胶行业。**一方面，2014 年超越第二名成为全球橡胶装备制造新霸主，国际大客户拓展加速推进；另一方面，绿色轮胎新材料产业化推动公司迈向新蓝海，从 300 亿到 3,500 亿，市场空间将巨幅打开。
- 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。2014 年软控股份市场份额 9.3%，同比增长 3.4%，对应全球橡胶机械行业总收入 51.79 亿美元。这是一个相对空间较小的市场。
- 软控过去十年的增长主要逻辑是以装备创新推动轮胎子午化率提升，下一个十年的逻辑将从装备、工艺、材料创新三角全面发力，着力推进下游轮胎厂商向轮胎高端化、绿色化升级。分析轮胎巨头的新产品，我们认为材料创新，如固特异的硅胶配方、米其林的双胎面配方科技、普利司通的发泡橡胶技术等；工艺创新（新的材料导致新的工艺）；装备创新，如固特异优化的胎体结构，胎冠两层超高强度钢丝结构等，是产品创新的三个重要支撑点。
- 公司在橡胶新材料方面获得重大突破，公司持股 60% 股权的益凯新材料即将填补我国溶聚丁苯和钕系顺丁橡胶复合新材料在行业内大规模应用的空白。
- **下游：虽立足全球，但中国轮胎行业近水楼台，目前产业大而不强，改善空间极大：**2014 年中国前十大轮胎企业合计实现收入 1,370 亿元，占国内轮胎企业销售总收入的比重为 25%。排名第一的中策橡胶集团 2014 年实现收入 232 亿元。美国《橡胶与塑料新闻》周刊发布的数据显示，2013 年世界轮胎行业销售额为 1,870 亿美元，前三大轮胎企业普利司通、米其林、固特异 2013 年合计实现销售总额 705.2 亿美元，占全球轮胎市场的 37.7%。
- **软控 2.0：跨行业拓展见成效，机器人与智能物流系统迎来快速增长期，支撑近两年业绩稳增长无虞：**机器人作为物流的核心装备，将与自动仓库、分拣机、各类输送机等物流装备一起发挥大物流硬件的作用，科捷物流主要瞄准快递、配送和工厂自动化三大细分领域，我们预计这三者每年的市场空间超过 400 亿。目前公司已切入行业内核心客户的供应商体系。
- **软控 3.0：公司参股 20% 股权的公司橡胶谷，“互联网+”、校区+园区+产业平台=创新生态圈，是公司工业 4.0 下基于产业互联网布局的新模式集团。**未来有望成为橡胶行业的硅谷。

全球领先的轮胎橡胶装备制造商

软控股份成立于2000年，2006年10月深交所上市，主营业务是面向轮胎橡胶行业的应用软件开发及数字化设备制造，公司从最初的配料系统起家，不断开发新产品，拓展行业应用，目前产品已经覆盖到子午轮胎生产的各个工序，公司2014年实现收入29.49亿元，同比增长17.06%，实现净利润1.92亿元，同比增长52.34%。

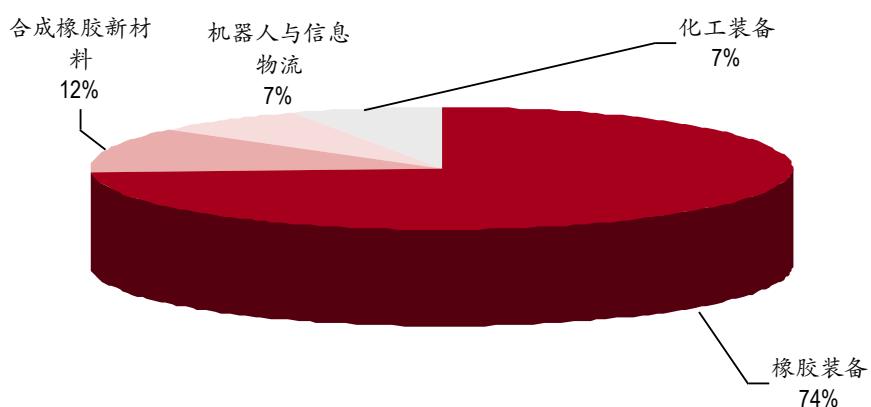
图表1. 软控股份2006年-2014年收入及增速



资料来源：中银国际证券

从收入构成看，2014年橡胶装备业务实现收入19.69亿元，同比基本持平；合成橡胶材料实现收入3.21亿元，是2014年新的业务板块；机器人与信息物流实现收入1.94亿元，同比增长129.7%；化工装备实现收入1.84亿元，同比减少37.89%。

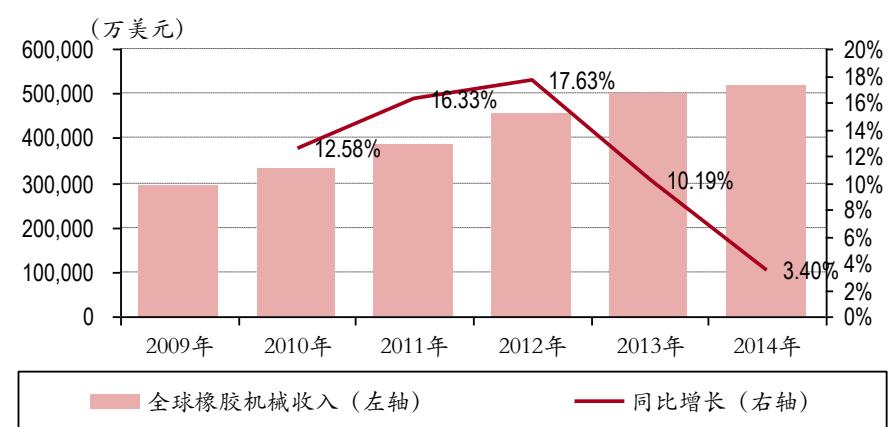
图表2. 软控股份主营业务构成 (2014年)



资料来源：中银国际证券

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，成为世界机械行业新霸主。2014年全球橡胶机械行业总收入51.79亿美元，同比增长3.4%，软控股份市场份额9.3%。

图表 3. 全球橡胶机械收入

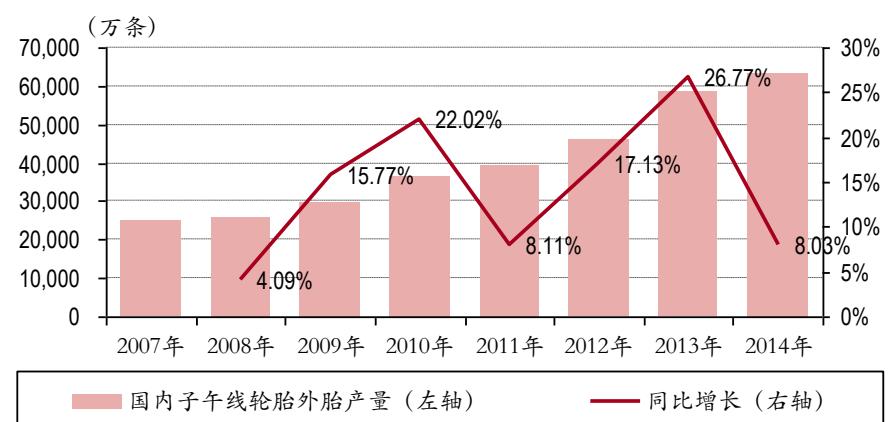


资料来源：中银国际证券

中国轮胎橡胶产业大而不强

中国橡胶工业协会统计的数据显示，国内轮胎产量由 2005 年的 2.5 亿条增至 2013 年的 5.29 亿条，占世界轮胎总产量的 30% 以上。中国已成为全球第一大轮胎生产国及出口国。根据国家统计局数据，2014 年国内子午线轮胎外胎产量 6.3 亿条，同比增长 8.03%。

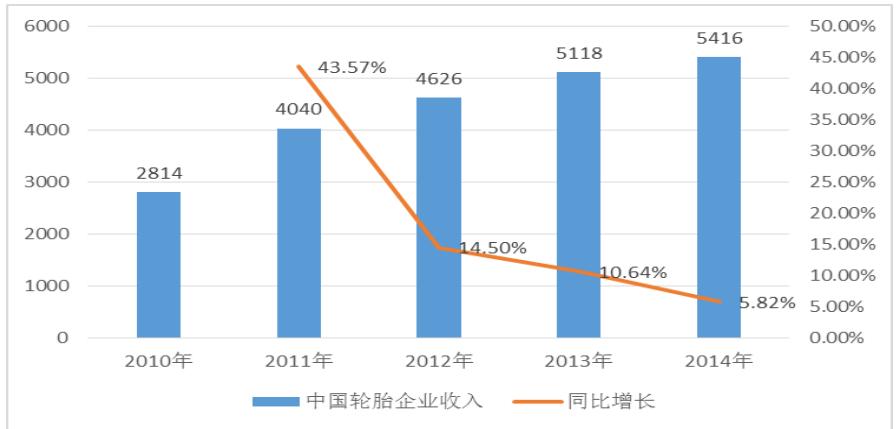
图表 4. 国内子午线轮胎历年产量及增速



资料来源：国家统计局、中银国际证券

根据国家统计局数据，2014 年我国轮胎企业单位总数 554 家，总计实现销售收入 5,416 亿元，同比增长 5.82%，增速较过去几年下滑明显；总计实现利润 333 亿元，同比下降 2.9%。

图表 5. 中国轮胎企业年收入（亿元）及增速



资料来源：万得、中银国际证券

2014 年中国前十大轮胎企业合计实现收入 1,370 亿元，占国内轮胎企业销售总收入的比重为 25%。排名第一的中策橡胶集团 2014 年实现收入 232 亿元。美国《橡胶与塑料新闻》周刊发布的数据显示，2013 年世界轮胎行业销售额为 1,870 亿美元，前三大轮胎企业普利司通、米其林、固特异 2013 年合计实现销售额 705.2 亿美元，占全球轮胎市场的 37.7%，同比下降 1.7 个百分点；前 10 大轮胎企业 2013 年合计实现销售额 1,177 亿美元，占全球轮胎市场的 62.9%，同比下降 1 个百分点。中国轮胎企业集中度远远低于全球市场。

图表 6. 2014 年中国轮胎企业前十强

	2014 年收入(亿元)	2013 年收入(亿元)	同比(%)
杭州中策橡胶集团	232.82	268.83	(13.40)
厦门正新橡胶工业有限公司	184.70	185.35	(0.40)
三角集团	175.00	156.00	12.20
双钱集团	151.04	122.69	23.10
佳通轮胎(中国)投资有限公司	150.05	170.13	(11.80)
兴源轮胎集团有限公司	110.42	110.00	0.40
赛轮股份有限公司	108.11	70.75	52.80
山东玲珑轮胎股份有限公司	102.00	100.45	1.50
风神轮胎股份有限公司	81.40	90.14	(9.70)
盛泰集团有限公司	74.81	77.25	(3.20)

资料来源：中银国际证券

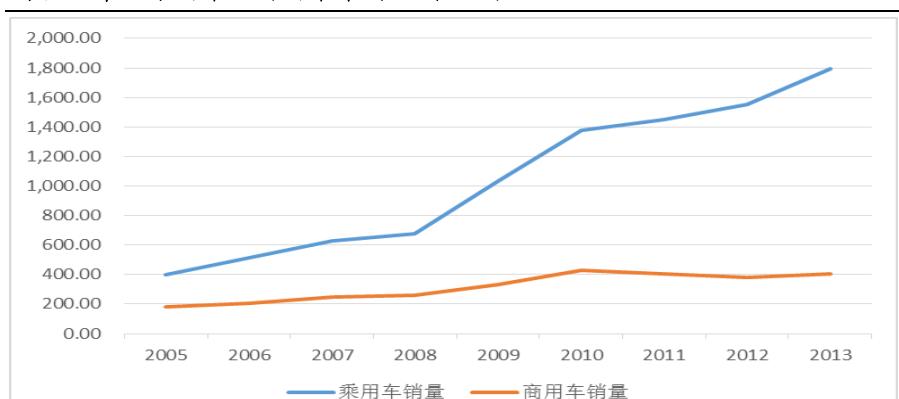
图表 7. 2013 年世界轮胎企业前 10 强

2014 年度	2013 年度	公司	总部所在地	2013 年销售额 (亿美元)	2012 年销售额 (亿美元)
1	1	普利司通	日本	273.9	285.75
2	2	米其林	法国	255.45	262.22
3	3	固特异	美国	175.86	189
4	4	大陆	德国	111.5	108.95
5	6	倍耐力	意大利	80.072	76.27
6	5	住友橡胶工业	日本	69.713	77.63
7	7	韩泰	韩国	68.681	62.59
8	8	优科豪马	日本	49.156	55.7
9	9	正新橡胶	中国台湾	47.686	46.31
10	10	杭州中策橡胶	中国内地	45.291	45.58

资料来源：《橡胶与塑料新闻》、中银国际证券

从下游需求看，2013 年中国乘用车年销量 1793 万辆，同比增长 15.7%，继续创历史新高。2013 年中国商用车年销量 405 万辆，同比增长 6.4%，是连续两年下降后的首次正增长，但数量还是低于 2010 年 430.4 万辆的高点。乘用车市场(半钢胎)是轮胎企业下游应用的最大市场，

图表 8. 中国乘用车、商用车年销量 (万辆)



资料来源：万得、中银国际证券

中国橡胶工业协会统计的数据显示，中国轮胎行业乘用车(半钢胎)市场外资企业占有约 70%的份额，本土企业仅分得约 30%。外资企业凭借品牌、技术优势把持了利润丰厚的原装胎(OE)市场，本土企业主要集中在替换胎(RE)领域的低端市场。

新产品是国际轮胎巨头竞争的焦点

轮胎关乎驾驶者的生命安全，拥有强大的品牌是国际轮胎巨头的主要竞争优势，不断推出高性能的新产品是维系这一竞争优势的主要来源。

在中国市场，普利司通过去一年相继发布了冰雪专用轮胎 BLIZZAK 冰锐客乘用车新品 XG01、DRIVEGUARD 安驰者；米其林 2014 年 7 月份发布了 Latitude Sport 3、Pilot Sport Cup 2，主打运动性能；固特异 2015 年 6 月份最新发布了御乘 II 代轮胎，主打静音效果。

图表 9. 普利司通新产品

发布日期	新产品	主要改进	性能表现
2014.9.25	冰锐客 XG01	采用了不同的配方（独创的“发泡橡胶技术”），在低温下轮冬季专用轮胎、冰面制动、车辆胎依然能保持较为柔软的质地、使轮胎能仅仅咬合冰面；其从静止加速到 30km/h，在相同位置次，与普通轮胎相比，冬季胎拥有更多细缝花纹，这些细缝花全力刹车，依靠轮胎的滚动摩擦纹能吸收水分，抑制轮胎打滑；同时，采取全新非对称花纹设计和滑动摩擦来减缓车速时，XG01 计，轮胎内侧拥有的 V 形花纹和外侧的交叉花纹增大了轮胎的制动力，比竞品要减少大约 5 接地面积，这可以为轮胎提供较强的驱动力和牵引力。	米左右。
2015.5.27	DRIVEGUARD 安驰者	搭载的第三代可缺气行驶技术，通过采用胎侧散热鳍片，纳米技术结合胎壁增强橡胶的全新胎侧设计，加上轻量化的胎侧结缺气后，安驰者依然可以以 80km/h 构，减少热量的生成；富含硅元素及纳米科技的特殊胎面胶与的速度行驶 80km/h，过去的 RFT 技术非对称全天候花纹设计使轮胎的湿路性能得以提升，经过优化轮胎、在缺气时只能行走 30 公里的接地形状与压力设计以及独特的花纹，让安驰者拥有更长的行驶里程。	左右。

资料来源：中银国际证券

图表 10. 米其林新产品

发布日期	新产品	主要改进	性能表现
2014.7.16	Latitude Sport 3	采用一种结合硅与最新一代弹性分析的胎面橡胶配方，提升了轮胎在干湿地抓地力外，还能实现更低的滚动阻力和更好的耐久性表现；采用独特的自锁细沟槽技术，提高了轮胎的刚性；连续的中央肋条设计，能大幅提升车辆的操控性，确保了车辆扭矩得以完整的传输到地面；沟槽区域占胎面的面积比重比上一代米其林 Latitude Sport 增加了 10%，降低轮胎在湿地路面的浮水效应，并提升了排水效率。	与上一代产品米其林 latitude Diamaris 相比，Sport 3 可有效缩短干地刹车距离达 2 米，缩短湿地刹车距离 0.9 米
2014.7.16	Pilot Sport Cup	双胎面配方科技，外侧采用“高分子链”弹性体在带来高的抓地力的同时，能保有适当的硬度；在大角度过弯时能让轮胎具有极致的干地抓地力；内侧，则采用更坚硬的弹性体材料，带来更精确的转向和操控。赛道耐久技术 2.0，强化轮胎外侧胎肩，从而降低磨耗。胎面沟槽比上一代产品加深了 20%，能有效延缓浮水效应，提升湿地驾驶安全。	配备米其林 Pilot Sport Cup 2 的保时捷 918 Spyder 在纽博格林赛道创造了 6 分 57 秒的单圈最快纪录
2013.4	Primacy 3 ST	采用了革新性的“FLEXMax”技术（轮胎由高柔韧性的胎面橡胶和胎块倒角设计相结合的一项技术），该项技术能够缩短轮胎在干地和湿地的刹车距离；“EvenPeak”技术（轮胎胎面中央和胎肩花纹条的独特设计，利用排序并不规则的横向沟槽达到静音效果），使声音能量能够更平均的分散到较广阔的频率范围内	噪音比原车降低了近 2.0dB

资料来源：中银国际证券

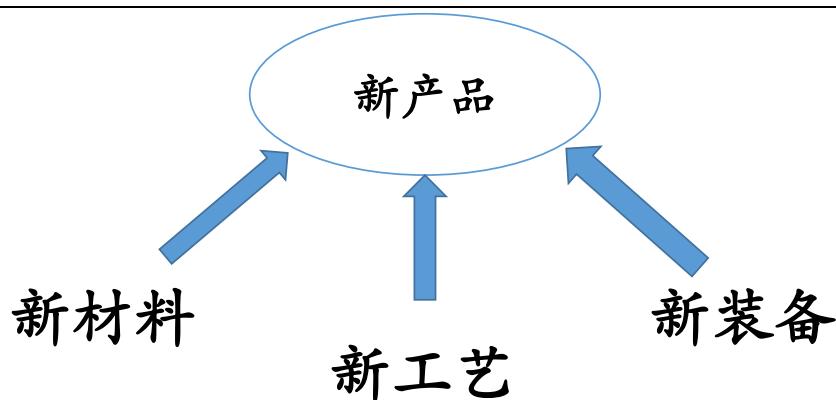
图表 11. 固特异新产品

发布日期	新产品	主要改进
2015.6.3	御乘 2 带轮胎	最新静音胎面（封闭式沟槽、封闭式胎肩、连贯的胎肩肋条花纹和多花纹块设计）；优化的胎体结构（优化胎腔设计，加厚的基部胶以及帘布层与内衬之间的隔离胶）；卓越的湿地刹车能力（高比例的硅胶配方，加强的胎肩及大花纹块设计；胎冠两层超高强度钢丝结构） 湿地抓地科技是通过采用创新的高分子硅胶材料配方实现更强的抓地力，采用加宽的胎体设计带来卓越的操控性，通过优化的胎面花纹设计有效提升了轮胎的刹车性能。安乘在耐用性和节油环保方面通过采用胎面内置杜邦凯芙拉纤维以及最新的节油科技，使轮胎具备更强耐用性，节油效能轮胎的使用周期内与前代产品相比，可为驾驶者节省高达 318 升燃油。
2013.7.25	安乘	

资料来源：中银国际证券

分析轮胎巨头的新产品，我们认为材料创新，如固特异的硅胶配方、米其林的双胎面配方科技、普利司通的发泡橡胶技术等；工艺创新（新的材料导致新的工艺）；装备创新，如固特异优化的胎体结构，胎冠两层超高强度钢丝结构等，是产品创新的三个重要支撑点。

图表 12. 轮胎新产品创新模型



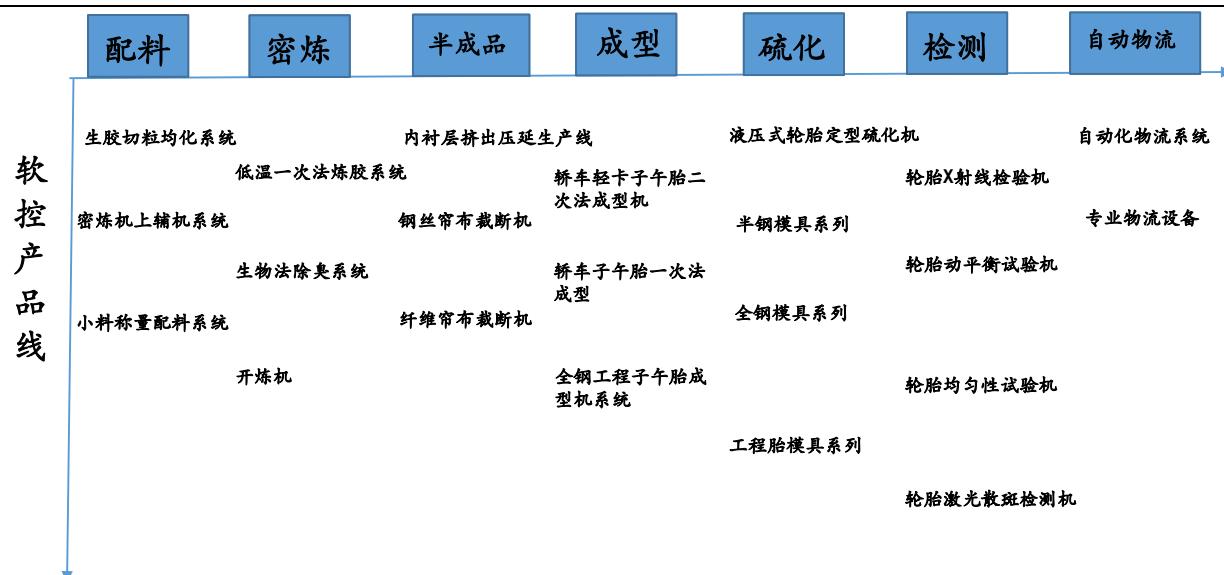
资料来源：中银国际证券

公司在装备、材料、工艺三大领域卡位优势明显

2009年2月，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”获得国家科技部的批准。2013年1月，中心通过国家验收，并正式更名为“国家橡胶与轮胎工程技术研究中心（www.nercrat.com）”，是面向橡胶与轮胎行业，开放的、中国唯一的、行业最高技术研发与创新管理平台，主要围绕高性能子午线轮胎研发与制造、数字化轮胎成套装备与系统、橡胶新材料开发及生产等共性、关键技术，开展技术研发与产业化研究。中心目前已汇聚了国内橡胶与轮胎行业半数以上的专家，建立起以企业为主体、以市场需求为导向的科技创新体系，形成了3,000余人的专业研发队伍，主持和参与起草了国家、行业标准103项，拥有专利、软件著作权720余项，其中发明专利184项；承担国家级科研项目逾200项，承建轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室等国家、省、市级重点实验室18个。

在轮胎装备领域，软控股份过去10年通过内生和外延积极研发推出新产品，从最初的配料系统、密炼机上辅机系统、小料配料称量系统、全钢两鼓成型机、全钢三鼓成型机、热水除氧系统、内衬层生产线等，到2011年收购Davian Enterprises LLC 100%股权（全球高端轮胎厂商提供成型机的核心关键零部件—成型鼓的主要供应商）。2012年分别收购北京敬业机械设备有限公司66.7%和33.3%股权。北京敬业是国内半钢子午胎两次法成型机生产企业中的佼佼者。2013年软控股份收购TMSI LLC 85%股权，后者的高端轮胎检测设备享有盛誉。目前产品装备已经覆盖到子午轮胎生产的各个工序。

图表 13. 轮胎生产工艺流程及对应装备



资料来源：公司网站、中银国际证券

基于在橡胶机械、信息化、自动化物流等领域的多年经验，公司在橡胶轮胎行业内率先提出了“智慧工厂”理念，并提供覆盖智能设备层、驱动控制层、智能软件三层的完整解决方案。智慧工厂解决方案的目标是建造高度自动化、信息化、智能化的工厂，简单来说，就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。2015年7月21日，赛轮金宇集团股份有限公司收到《工业和信息化部关于公布2015年智能制造试点示范项目名单的通告》，该公司“轮胎智能工厂试点示范”项目被确定为工信部2015年智能制造试点示范项目，软控股份是该项目智能装备的主要供应商。名单显示，2015年试点示范的46个项目覆盖了38个行业，分布在21个省（自治区、直辖市），涉及流程制造、离散制造、智能装备和产品、智能制造新业态新模式、智能化管理、智能服务等6个类别。

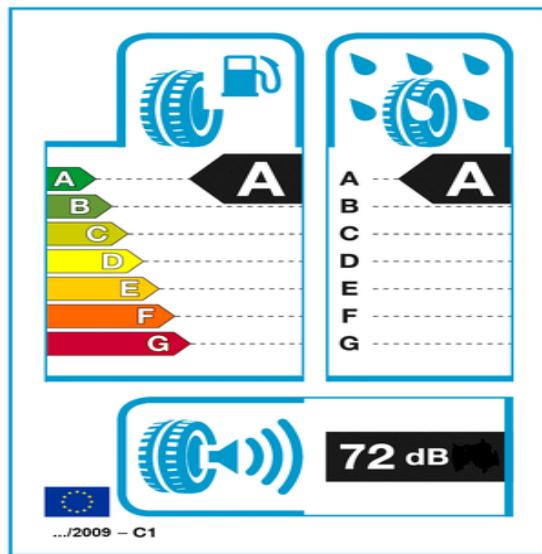
在工艺领域，2010年5月，软控股份与抚顺伊科思新材料有限公司（以下简称抚顺伊科思）签订了2.93亿元的合同承包15万吨/年裂解碳五分离项目的项目设计、设备制造、设备材料采购、安装及服务，竣工日期为2011年4月30日；2011年3月软控股份再次收获抚顺伊科思“4万吨/年异戊橡胶联合装置项目”的业务订单，合同金额合计9,151.21万元，占据上市公司营业收入的6.11%。2014年4月软控股份以3.47亿元收购了青岛伊科思持有的抚顺伊科思100%的股权，抚顺伊科思成立于2009年12月，主要通过乙腈法碳五分离装置、异戊橡胶联合生产项目等生产异戊二烯、异戊橡胶、合成树脂等合成橡胶产品，其生产工艺在同行业中具有较强的竞争力。

在橡胶新材料领域，2014年9月24日，公司以自有资金出资，与怡维怡橡胶研究院有限公司、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，公司持股60%。益凯新材料公司专注于高性能橡胶新材料的研发和生产，开展新材料项目的产业化示范及推广应用。2015年6月11日，益凯新材料公司、怡维怡橡胶研究院和意大利埃尼(ENI)集团维萨雷斯(VERSALIS)公司举行三方合作签约仪式，将填补我国溶聚丁苯和钕系顺丁橡胶复合新材料在行业内大规模应用的空白。通过三方的强强联合，打通合成橡胶的上下游各环节，实现规模化应用，推动我国绿色轮胎产业的发展，提升我国橡胶产品的创新能力和核心竞争力。

配方中同时含有溶聚丁苯橡胶和钕系顺丁橡胶的“绿色轮胎”能够实现最佳性能。溶聚丁苯橡胶主要用在“绿色轮胎”的胎面，钕系顺丁橡胶用在胎面和侧边。这两种橡胶都有助于降低滚动阻力，从而提高轮胎的燃油效率。溶聚丁苯橡胶有助于提高轮胎在湿滑路面的抓地力，而钕系顺丁橡胶则高度耐磨损，使轮胎更加耐用。世界最大的高性能橡胶生产商德国朗盛已于2013年开工建设溶聚丁苯橡胶/钕系顺丁橡胶生产线，朗盛高性能顺丁橡胶(PBR)业务部的负责人葛如柏(Joachim Grub)说：“我们正在从轮胎设计的年代走向轮胎材料的年代，轮胎材料将取代设计成为决定轮胎性能优劣的关键。而朗盛在研发未来轮胎的高性能材料中扮演了领头羊的角色。”

朗盛2012年展示了其“AA级”概念轮胎。该轮胎由朗盛研发，世界领先的独立技术服务机构TÜV SÜD进行测试。这款概念轮胎采用最新一代钕系顺丁橡胶和溶聚丁苯橡胶，并且应用了最新的橡胶助剂。依据欧盟轮胎标签法的标准，这款轮胎在滚动阻力和湿地抓地力两方面都获得了A级认证，它是全世界最早获得AA评级的轮胎之一。

图表 14. 欧盟轮胎标签法（油耗、安全和噪声）



资料来源：互联网、中银国际证券

软控 1.0 增长逻辑总结

软控股份立足轮胎橡胶行业。一方面，2014 年超越第二名成为全球橡胶装备制造商新霸主，国际大客户拓展加速推进；另一方面，绿色轮胎新材料产业化推动公司迈向新蓝海，从 300 亿到 3,500 亿，市场空间将巨幅打开。

合成橡胶在轮胎中的用量超过轮胎用橡胶总消耗量的一半，而乘用车轮胎的胎面胶几乎全部使用合成橡胶。随着乘用车保有量的快速增加，对乘用车胎的需求也相应地大幅攀升。因此，合成橡胶的混炼工艺对于实现橡胶轮胎行业的绿色发展和节能降耗有着重大的意义。

目前，合成橡胶全部采用传统干法混炼技术，仍沿用高能耗、高污染的密炼机多段混炼，这也使混炼成为橡胶加工过程中能耗最高的工序。现阶段我国每吨同等配方的混炼胶制造平均耗电在 1,000 千瓦时以上，在一定意义上对环境和能源造成不利影响。同时受炼胶工艺的制约，使用的密炼机和开炼机的炼胶工艺使很多高性能、特种的填料无法应用于轮胎领域。因此，新型混炼工艺的开发是轮胎行业重点攻克的关键技术。。

纳米补强剂是橡胶工业第二大原材料，占橡胶工业原材料量的 30%，纳米补强剂产品有 90% 消费在橡胶工业，其中有 70% 用于汽车轮胎，有 20% 用于摩托车胎、管带等其它橡胶制品。轮胎对纳米补强剂的需求趋势就是纳米补强剂工业的主流发展方向，轮胎的增长速度也预示着纳米补强剂产品的增长率。

依据天然橡胶的价格基础和纳米补强剂的用量，我们测算绿色轮胎新材料——新法液相炼胶装置（EVE 胶）每吨售价将在 2-2.5 万元，达产后有望实现年收入规模 20 亿元左右。

图表 15. 天然橡胶价格走势图



资料来源：生意社、中银国际证券

软控 2.0：跨行业拓展见成效，机器人与智能物流系统迎来快速增长期

公司全资机器人公司青岛科捷自动化设备有限公司机器人产品已广泛应用于电子、家电、汽车、橡胶轮胎、物流、木工等行业，拥有富士康、美的、格力、格兰仕、海信、澳柯玛、丰田、大众、福特、双钱、正新、宜家等高端客户，并已批量出口到日本、马来西亚等国家，是国内唯一一家出口到日本丰田的机器人企业。公司主要产品包括直角机器人、关节机器人以及木工自动化和物流自动化系列，其中物流自动化系列的龙门机器人为国内首创产品。

公司于 2004 年研发成功了国内第一台注塑机器人，一举填补了国内空白，打破了日本等国外企业在中国市场的垄断地位，并迫使日本企业在中国市场的价格下降了二分之一。公司早在 2009 年就在橡胶行业推广自动化立体仓储系统，2010 年控股青岛科捷自动化公司，进入机器人领域，强化自动化物流系统的供应能力。2014 年底，软控与上海贤益物流自动化公司实现全面合作，并于 2015 年初对软控自有物流业务和上海贤益公司进行整合，成立统一的物流业务平台——青岛科捷物流科技有限公司。

软控股份总裁郑江家表示，科捷物流是软控在机器人和物流领域的全新战略布局，目标是成为全球物流行业的领军品牌。软控股份将机器人业务囊括在科捷品牌内，意在打造一个“大科捷，大物流”的业务布局，形成以物流系统集成为主导，以系统化的咨询规划设计为骨架、以高品质自动化的机器人及物流装备为肌肉，以信息化的物联网技术为灵魂的大物流布局。机器人作为物流的核心装备，将与自动仓库、分拣机、各类输送机等物流装备一起发挥大物流硬件的作用。自主研发的革命性产品——交叉带分拣机可实现高速准确的双向分拣，整机分拣效率可达 20,000 件/小时，分拣运行速度 1.8~2.5 米/秒。相较于人工操作，该设备的货物分拣效率可提升 3 倍，货物分拣的准确率提升 300 倍，人工成本降低三分之二，各项指标均已达到世界先进水平。

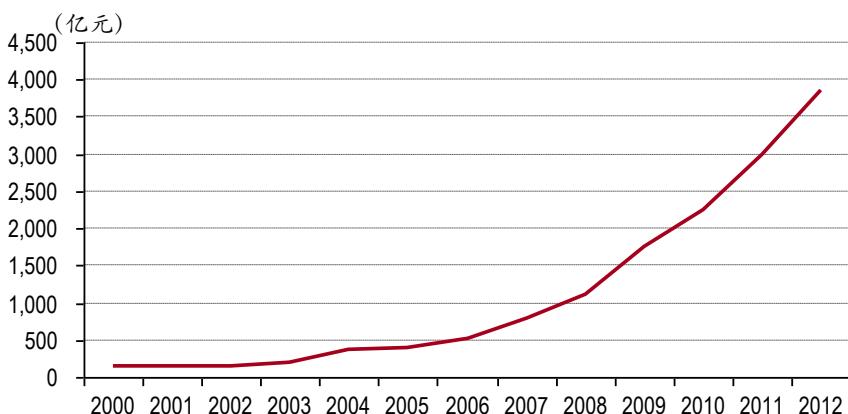
图表 16. 科捷物流交叉带分拣机



资料来源：中银国际证券

从市场规模来看，根据国家统计局数据，我国物流行业仓储的固定资产投资规模近年来增长迅速，从 2001 年的 156 亿元增加到 2013 年的 4,200 亿元，年平均增速在 30% 左右。

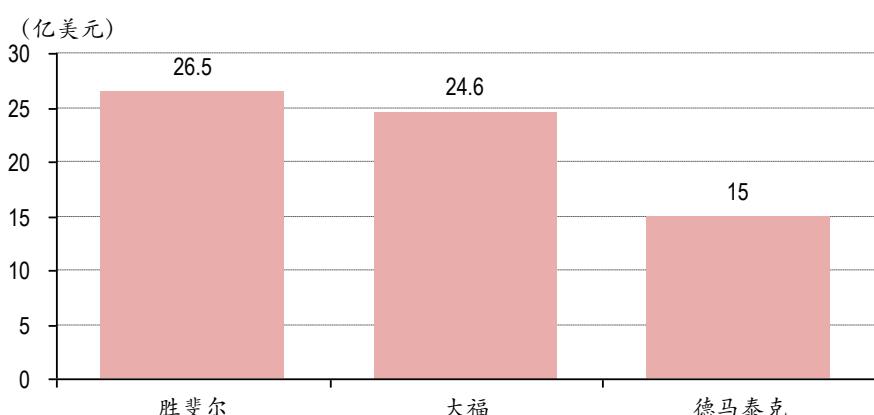
图表 17. 我国物流行业仓储的固定资产投资



资料来源：万得、中银国际证券

目前在中国发展物流系统集成系统领域主要分为两大阵营，一是以昆船、北起、北自所为代表的国企阵营；第二是以如德马泰克、大福、瑞士格、TGW，为代表的外企阵营。民企阵营里面具备较强竞争力的物流系统集成商还没有。

图表 18. 全球前三大物流系统供应商 2013 年收入



资料来源：中银国际证券

2011 年，京东商城董事局主席刘强东表示¹，三年之内物流初步的投资大概一百多个亿。2014 年 10 月，京东在上海的 10 万平米“亚洲一号”物流中心投入运营。2015 年 1 月 29 日，苏宁投建的全球最大物流中心——苏宁雨花二期自动化仓库也在紧锣密鼓地建设中，预计明年投入使用。据介绍，位于雨花台区的苏宁雨花二期自动化仓库占地 20 万平米，面积将是“亚洲一号”的两倍。投入使用后，该物流中心存储能力可达到 2,000 万件商品，日发货量 181 万件。由于高度自动化，人均 1 小时就可以完成 1,200 件货物的出库。此前，苏宁已在雨花台区建成全自动化仓库一期工程，面积也有 10 多万平米。

科捷物流主要瞄准快递、配送和工厂自动化三大细分领域，我们预计这三者每年的市场空间超过 400 亿，目前主要被国外厂商把持。公司目前已切入行业内核心客户的供应商体系，2014 年机器人与信息物流业务板块实现收入 1.9 亿元，同比增长 130%。我们认为此项业务未来将保持快速增长。

¹ 参见：<http://money.163.com/11/0829/10/7CK8S47U00254NPA.html>：刘强东：三年内将投资物流 100 亿

软控 3.0：橡胶谷是公司工业 4.0 下基于产业互联网布局的新模式集团

橡胶谷由中国橡胶工业协会、青岛市市北区政府、青岛科技大学、软控股份四方发起成立，其中软控股份持股 20%。核心区规划总占地面积 3,000 亩，位于中国青岛。是以平台经济理念打造的“政产学研资”五位一体、高度融合、COMPD²联动的化工橡胶行业生态圈，是全球化工橡胶行业最具公信力的第三方服务平台。

图表 19. 橡胶谷发展模式



资料来源：公司网站、中银国际证券

立足“互联网+化工橡胶”，橡胶谷重点搭建了科研平台众研网、轮胎电商、化工原材料电商、橡胶制品电商、知识产权电商、智慧园区、MOOC 式培训、虚拟会展等行业线上服务平台，为行业提供线上线下互动的一体化专业解决方案，助推化工橡胶行业可持续健康发展。

²其中，C 代表客户，O 代表线上线下，M 代表智能制造，结合德国工业 4.0 理念，工厂通过互联网直接拿到订单，可以为客户提供个性化生产。P 代表平台、交易中心和金融，D 代表数据，大数据驱动全产业链生态化运作，推动橡胶产业升级转型。

图表 20. 橡胶谷电子商务布局



资料来源：中银国际证券

橡胶谷按照线上交易与线下交易相结合的方式，打造大宗商品现货交易平台：线下从橡胶原材料产地源头出发，简化传统交易流程，在多方全程监管下实现快速质量检验、物流和交易；线上通过 O2P2D2M 模式，即电商平台-大数据-工业 4.0 模式，实现物流、资金流、信息流的一站式服务。目前天然橡胶现货交易中心累计实现交易额 3,800 亿元，成交总量 3,025 万吨，准入工厂 36 家，合作仓库 20 家，已经成为国内橡胶现货的集中交易场所和定价平台。

盈利预测与评级

我们预测公司 2015、2016、2017 年销售收入分别为 31.15 亿元、37.59 亿元、49.11 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.62 亿元、3.53 亿元、4.98 亿元；每股收益分别为 0.32 元、0.43 元、0.61 元。

我们给予买入的首次评级，目标价格 18.00 元。

图表 21. 软控股份盈利预测核心假设

营业收入增长假设(%)	2014	2015E	2016E	2017E
橡胶装备	0.30	5.00	10.00	10.00
合成橡胶材料		30.00	50.00	100.00
机器人及信息物流	129.29	30.00	60.00	50.00
化工装备	(37.30)	(20.00)	(10.00)	0.00
其他	73.04	40.00	40.00	30.00
毛利率假设(%)				
橡胶装备	34.74	36.00	38.00	40.00
合成橡胶材料	8.01	10.00	15.00	20.00
机器人及信息物流	39.10	55.00	55.00	55.00
化工装备	13.90	14.00	14.00	14.00
其他	22.53	22.00	21.00	20.00

资料来源：中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,520	2,950	3,115	3,759	4,911
销售成本	(1,914)	(2,062)	(2,119)	(2,493)	(3,225)
经营费用	(469)	(529)	(648)	(772)	(1,024)
息税折旧前利润	137	359	349	494	663
折旧及摊销	(83)	(127)	(61)	(61)	(61)
经营利润(息税前利润)	54	231	288	434	602
净利润收入/(费用)	(60)	(95)	(80)	(95)	(100)
其他收益/(损失)	84	77	86	58	58
税前利润	78	214	294	397	560
所得税	48	(24)	(32)	(44)	(62)
少数股东权益	1	2	0	0	0
净利润	127	193	262	353	498
核心净利润	n.a.	164	234	333	478
每股收益(人民币)	0.171	0.260	0.320	0.431	0.609
核心每股收益(人民币)	n.a.	0.220	0.286	0.406	0.584
每股股息(人民币)	0.009	0.028	0.023	0.031	0.044
收入增长(%)	56	17	6	21	31
息税前利润增长(%)	(60)	328	25	51	39
息税折旧前利润增长(%)	(32)	162	(3)	42	34
每股收益增长(%)	(39)	52	23	35	41
核心每股收益增长(%)	n.a.	n.a.	30	42	44

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	78	214	294	397	560
折旧与摊销	83	127	61	61	61
净利润利息费用	60	95	80	95	100
运营资本变动	100	(722)	(182)	(104)	(209)
税金	48	(24)	(32)	(44)	(62)
其他经营现金流	39	20	18	53	53
经营活动产生的现金流	407	(290)	238	458	503
购买固定资产净值	(45)	(442)	(516)	(250)	(250)
投资减少/增加	(1)	(296)	(15)	0	0
其他投资现金流	(71)	138	80	35	35
投资活动产生的现金流	(117)	(600)	(451)	(215)	(215)
净增权益	(1)	5	300	0	0
净增债务	(137)	812	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(79)	(115)	(80)	(95)	(100)
融资活动产生的现金流	(217)	703	220	(95)	(100)
现金变动	72	(187)	7	148	188
期初现金	0	0	(189)	(182)	(34)
公司自由现金流	291	(892)	(213)	243	288
权益自由现金流	93	(175)	(293)	148	188

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	70	(189)	(182)	(34)	153
应收帐款	2,322	2,373	2,590	2,979	3,724
库存	1,227	1,328	1,394	1,603	2,004
其他流动资产	1,194	1,395	1,436	1,436	1,436
流动资产总计	4,813	4,907	5,238	5,983	7,316
固定资产	1,114	1,746	2,129	2,230	2,331
无形资产	208	561	575	575	575
其他长期资产	408	441	417	417	417
长期资产总计	1,940	2,983	3,363	3,465	3,566
总资产	6,753	7,889	8,602	9,448	10,883
应付帐款	2,051	1,869	1,935	2,262	2,898
短期债务	85	1,319	1,319	1,319	1,319
其他流动负债	50	679	750	917	1,217
流动负债总计	2,186	3,866	4,004	4,498	5,434
长期借款	942	164	164	164	164
其他长期负债	315	360	373	373	373
股本	742	742	1,042	1,042	1,042
储备	2,550	2,741	3,003	3,356	3,855
股东权益	3,292	3,484	4,046	4,399	4,897
少数股东权益	18	15	15	15	15
总负债及权益	6,753	7,889	8,602	9,448	10,883
每股帐面价值(人民币)	4.43	4.69	4.94	5.37	5.98
每股有形资产(人民币)	4.15	3.93	4.24	4.67	5.28
每股净负债/(现金)(人民币)	1.29	2.25	2.03	1.85	1.62

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.4	12.2	11.2	13.1	13.5
息税前利润率(%)	2.1	7.8	9.2	11.5	12.3
税前利润率(%)	3.1	7.3	9.4	10.6	11.4
净利率(%)	5.0	6.5	8.4	9.4	10.1
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	0.9	2.4	3.6	4.6	6.0
净权益负债率(%)	28.9	47.8	41.0	34.4	27.1
速动比率(倍)	1.6	0.9	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	71.7	47.2	38.4	28.5	20.2
核心业务市盈率(倍)	n.a.	55.7	43.0	30.2	21.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	n.a.	81.6	63.0	44.3	30.8
市净率(倍)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	22.4	(31.5)	42.2	22.0	20.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.5	32.7	33.6	23.4	17.2
周转率					
存货周转天数	237.0	226.1	234.4	219.4	204.1
应收帐款周转天数	357.8	290.5	290.8	270.4	249.1
应付帐款周转天数	280.0	242.5	222.9	203.8	191.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	4.0	5.7	7.0	8.4	10.7
资产收益率(%)	0.8	2.8	3.1	4.3	5.3
已运用资本收益率(%)	1.2	5.0	5.5	7.6	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

软控股份(002073.CH/人民币 12.28, 买入)

以 2015 年 9 月 8 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371