

机械设备

2016年12月12日

蓝英装备 (300293)

—— 工业清洗系统龙头，A股稀缺工业服务标的

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- **收购海外工业清洗系统及表面处理业务，大幅改善公司盈利状况。**公司以支付现金的方式购买杜尔集团旗下全部的工业清洗系统及表面处理业务相关的股权资产及非股权资产，标的资产价值为7.38亿元，股东大会通过即可进行收购。交易完成后，上市公司将持有标的资产的85%，杜尔集团为工业清洗系统及表面处理业务行业内的市场领导者，2014年、2015年及2016年1-6月该部分业务营业收入分别为14.25亿元、15亿元和6.4亿元，EBIT分别为8295万元、9488万元和3000万元。收购前公司2015年及2016年1-9月的净利润分别为1100万元与143万元，盈利能力将大幅改善。
- **未来3年公司主要业绩增长为工业清洗设备与服务的国内业务。**考虑到杜尔清洗业务的60%以上为汽车行业清洗，并且由上市公司收购后将在中国市场有所表现，16-18年公司业绩主要增长将来自于国内汽车行业的清洗设备与服务。国内汽车行业15年实现净利润910亿元，预计17-18年行业利润增长分别为8%和3%，假设汽车原材料与清洗设备/净利润与前几年保持一致为66%，工业清洗设备与服务占其中的10%，杜尔集团目前已与很多知名汽车厂商合作，在国内7个地区已经展开业务，市占率大概为10%，预计17-18年的中国市占率分别为15%和20%，那么预计公司16-18年工业清洗与表面处理业务将实现15.73亿、19.91亿和23.98亿的营业收入。
- **物流立体库发展迅速，业绩符合预期。**公司15年和16年数字化工厂业务发展迅速，15年和16年上半年分别为公司贡献8000万和4600万收入，今年3月公司与青岛软控，针对合肥万力轮胎签订合同，金额1.08亿元，截至到三季报共收到合同价款4925万元；今年8月公司与安徽佳通针对安徽佳通半钢工程签订合同，金额1亿元，收到价款3000万元，回款进度符合预期。
- **管廊项目已完成债务剥离，16年业绩见底，首次覆盖，买入评级。**上市公司已经将管廊相关债务剥离给控股股东，改善现金流。预计公司16年净利润为300万元，业绩见底，17-18年净利润为1.64亿及2.3亿元，EPS为0.61元/0.85元，对应PE为29X/21X。类比同样与德国工业4.0相关标的有合作的机械板块公司，17年平均PE为40X，而Ecoclean为A股工业服务稀缺标的，并且具备全球销售与工业服务经验，国内上市公司收购后看好其在中国市场的扩展，保守估计给予行业平均估值，即17年PE为40X，对应市值为65.6亿，对应股价为24.3元，距离当前股价有30%的空间，首次覆盖，买入评级。

市场数据：2016年12月09日

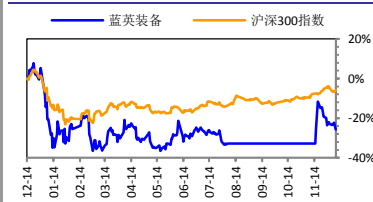
收盘价(元)	17.78
一年内最高/最低(元)	26/14.69
市净率	7.4
息率(分红/股价)	0.56
流通A股市值(百万元)	4767
上证指数/深证成指	3232.88/10789.62

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	2.4
资产负债率%	25.95
总股本/流通A股(百万)	270/268
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《蓝英装备(300293)——住建部重申全国36个大中城市全面启动地下综合管廊试点，买入》2014/10/20

《蓝英装备(300293)——三季报预告下滑符合预期，2.6亿公司债申请获批，维持“买入”》2014/10/14

证券分析师

曲伟 A0230515120003
quwei@swsresearch.com

研究支持

金荣 A0230116020002
jinrong@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818×7372
bopt@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	226	146	163	2,208	2,661
同比增长率(%)	-62.88	-42.21	-27.94	1254.60	20.52
净利润(百万元)	11	1	3	164	230
同比增长率(%)	-85.30	-94.97	-72.37	5366.67	40.24
每股收益(元/股)	0.04	0.01	0.01	0.61	0.85
毛利率(%)	36.5	31.5	35.6	35.7	35.7
ROE(%)	1.6	0.2	0.4	19.6	21.5
市盈率	442		1778	29	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

上市公司已经将管廊相关债务剥离给控股股东，改善现金流。预计公司 16 年净利润为 300 万元，业绩见底，17-18 年净利润为 1.64 亿及 2.3 亿元，EPS 为 0.61 元/0.85 元，对应 PE 为 29X/21X。类比同样与德国工业 4.0 相关标的有合作的机械板块公司，17 年平均 PE 为 40X，而 Ecoclean 为 A 股工业服务稀缺标的，并且具备全球销售与工业服务经验，国内上市公司收购后看好其在中国市场的扩展，保守估计给予行业平均估值，即 17 年 PE 为 40X，对应市值为 65.6 亿，对应股价为 24.3 元，距离当前股价有 30% 的空间，首次覆盖，买入评级。

关键假设点

1. 股东大会通过，公司顺利完成对杜尔旗下工业清洗设备的 85% 股权与非股权收购，并顺利通过定增置换自筹资金；
2. 国内汽车原材料与清洗设备/净利润与前几年保持一致为 66%，而工业清洗设备与服务占其中的 10%；
3. Ecoclean 通过业务扩展，17 年在国内工业与汽车领域清洗和服务的市占率可以达到 15%，18 年可以达到 20%。

有别于大众的认识

1. 投资者普遍认为公司的经营现金流收到管廊项目负债的影响，我们认为管廊项目负债已经剥离到控股股东，且公司由于此前的营业成本过高，16 年公司净利润有望见底，17 年将触底反弹；
2. 市场上认为公司主业工业清洗设备与工厂新开工率正相关，我们认为 Ecoclean 被上市公司收购后，国内市场业务具备很大上升空间。汽车领域估计将有 5% 左右的业绩规模增长，而收购完成后，公司国内市场的市占率将提升到 20% 左右；其二公司以工业服务为主，这一块市场随着工业清洗与环保要求的提高需求将有所增加。

股价表现的催化剂

1. 公司用来置换前期自筹资金的定增顺利通过；
2. 工业清洗系统与服务的业绩开始兑现。

核心假设风险

1. 工业清洗服务在国内市场的扩展不达预期，即 18 年达到国内市场份额的 20%；
2. 后期定增没有顺利完成，则财务费用将对公司的利润产生影响。

目录

1. 收购杜尔旗下资产，进入工业清洗领域	5
1.1 收购工业清洗系统与表面处理相关业务资产	5
1.2 杜尔公司是全球工业清洗龙头	5
2. 工业清洗领域市场格局稳定，尚有成长空间	7
2.1 工业清洗市场格局稳定	7
2.2 工业清洗市场下游领域众多	8
2.3 清洗机与机器人结合为主要趋势，前景广阔	9
2.4 工业清洗系统行业格局	10
3. 大幅改善公司盈利能力	12
4. 物流自动化工厂进展顺利，回款达预期	13
5. 盈利预测与估值	15
5.1 未来3年主要增长来自国内汽车清洗设备与服务	15
5.2 A股稀缺标的，可比上市公司为和科达	15
5.3 盈利预测与投资建议	16

图表目录

图 1: 收购股权结构示意图.....	5
图 2: 杜尔集团工业清洗设备	6
图 3: 杜尔集团工业清洗服务	6
图 4: 目前国内与杜尔集团合作的汽车客户	7
图 5: 杜尔集团工业清洗服务目前在国内外分布在 7 个城市	7
图 6: 工业清洗设备市场规模 (亿元)	10
图 7: 全球主要厂商市场份额占比	12
图 8: 公司数字化工厂业务 14-16 年盈利情况	14
图 9: 14-16 年公司各项业务盈利情况.....	14
图 10: 数字化工厂市场规模预测.....	14
表 1: 杜尔公司工业清洗市场占有率.....	6
表 2: 2014-2016 汽车和工业销售情况 (亿元)	7
表 3: 全球主要工业清洗公司情况	10
表 4: 可比上市公司 13-15 年销售额情况 (百万美元)	11
表 5: 和科达 13-15 年营业收入情况 (亿元)	12
表 6: 2015 年年报, 公司收购前后的主营构成变化 (亿元)	13
表 7: 公司工业清洗业务业绩预测详细拆分	13
表 8: 和科达 14-16 年经营状况	15
表 9: Ecoclean14-16 年经营状况.....	15
表 10: 可比上市公司和科达 (002816.SZ) 估值与盈利预测	16
表 11: 公司 2016-2020 年主营业务增速与毛利预测	16
表 12: 公司 14-18 年主营收入与毛利率拆分与预测.....	16
表 13: 与蓝英装备同样与德国工业 4.0 相关标的有合作的公司估值比较.....	17

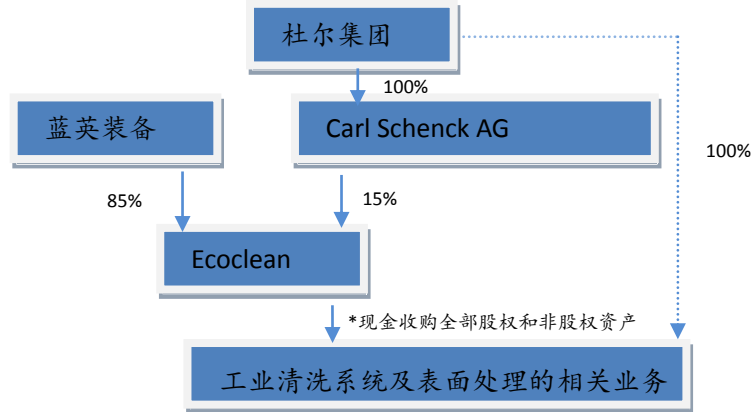
1. 收购杜尔旗下资产，进入工业清洗领域

1.1 收购工业清洗系统与表面处理相关业务资产

公司发布收购预案，拟设立合资公司，以支付现金的方式购买杜尔集团旗下全部的工业清洗系统及表面处理业务相关的股权资产及非股权资产，标的资产价值为 7.38 亿元，标的价值与拟解除卖方担保金额共 9.74 亿元，以自筹资金先行支付，之后通过定增的方式置换自筹资金。交易完成后，上市公司将持有标的资产的 85%，公司将快速切入工业清洗系统及表面处理业务领域。

本次收购不能完成的风险很小。本次收购为现金收购，公司使用自筹资金先行支付，后以非公开发行募集资金置换公司前期先行投入的自筹资金，公司自有资金 1.82 亿，并已经获得银行 6 亿意向性授信，资金来源得以保障；本次收购只需股东大会通过即可。

图 1：收购股权结构示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

德国杜尔 Ecoclean 集团为汽车动力总成、发动机、传动系统、传统系零部件、汽车车身、冷却和加热系统、电气设备等各个核心部件提供超声波清洗机和工业高压清洗机等。杜尔清洗机包括水基清洗机，碳氢清洗机，超声波清洗机，高压清洗机，氟代烃清洗机，溶剂清洗机，产品种类众多且优势明显。

1.2 杜尔公司是全球工业清洗龙头

杜尔 Ecoclean 拥有创新的清洗设备，同时为客户量身定制清洗设备，能够满足不同工业领域的清洗要求，汽车行业是标的资产主要下游领域之一。例如机械部件生产领域、医药领域、食品领域等。为了满足汽车生产商和其他供应商的特殊要求，公司研发和生产了水基清洗和去毛刺系统来满足大中型系列零件的清洗要求，如传动系部件。

应用范围广泛，汽车行业是其主要的应用领域之一：

- ✓ **汽车行业:**主要服务于从事汽车行业生产制造的客户及其供应商，为汽车动力总成，发动机，减速箱，以及曲轴，凸轮轴等零部件体清洗提供解决方案。除此之外，杜尔清洗系统也应用在汽车的传动系统，加热和冷却系统，车身和底盘等零部件的清洗当中。
- ✓ **半导体行业:**半导体晶片的高清洁度清洗。

- ✓ **航天行业:**由于航空、航天行业对清洗要求相当苛刻。杜尔工业清洗设备经过长时间的研究，针对航空航天行业，技术上得到了很大的提高并且获得了行业中领军者的地位。
- ✓ **风能行业:**杜尔工业清洗设备早在风能行业发展方兴未艾之时，就以其敏锐的市场洞察力，研制出风能行业相关设备，为风能行业的发展推波助澜。与此同时也奠定了杜尔工业清洗设备在风能行业配套服务的龙头地位。
- ✓ **铁路行业:**杜尔工业清洗设备在各类机车的清洗过程中得发挥了重要作用，如对列车空调机组、柴油发动机组、机车散热器等大型设备的不拆卸清洗大大降低了劳动强度、提高了清洗质量，为降低清洗成本开创了新的局面。
- ✓ **一般工业:**在一般工业金属部件清洗的过程中，杜尔工业清洗设备展示出了其独特的清洗效果，在各领域得到了广泛的应用，如在轴承、液压零件、铸造件、紧固件等零部件。
- ✓ **仪器仪表行业:**精密零件的高清洁度装配前的清洗等。

图 2：杜尔集团工业清洗设备



图 3：杜尔集团工业清洗服务



资料来源：公司官网，申万宏源研究

资料来源：公司官网，申万宏源研究

杜尔集团在工业清洗领域处龙头地位，拥有专利 88 项、外观设计 13 项：

- ✓ **杜尔公司为清洗行业的领导品牌。**杜尔集团成立于 1895 年，为世界领先的机械和设备供应商。在全球 28 个国家开展业务，包括喷涂和终端装配系统、应用技术、测量和处理系统、清洗技术系统、木工机械和系统五大板块。
- ✓ **汽车领域市场份额较高。**杜尔集团的产品和服务覆盖了汽车产业的各个重要阶段，有 60% 的销售收入来自于汽车行业的生产商和供应商，除此之外，杜尔集团也为机械，化工，医疗，涂料和航天等行业的客户群提供产品和服务。

表 1：杜尔公司工业清洗市场占有率

地区	汽车清洗领域	工业清洗领域
欧洲	53%	19%
亚洲	53%	
北美	15%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

- ✓ **杜尔集团的工业清洗系统及表面处理业务通过杜尔旗下的“Ecoclean”品牌运作。**“Ecoclean”作为全球领先的清洗解决方案提供商，为全球主要汽车厂家及其配套供应商提供定制化的清洗及表面处理解决方案和服务，同时亦为其他工业客户提供清洗服务及解决方案。

- ✓ **技术先进**，众多知名汽车厂商均为杜尔客户。标的资产技术先进，为全球知名的清洗品牌，客户囊括了奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、雷诺日产、福特等众多知名的汽车制造厂商；工业清洗设备及服务的主要消费群体为全球其他中高端工业企业，如大陆集团、霍尼韦尔、博世等。

表 2：2014-2016 汽车和工业销售情况（亿元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
汽车清洗设备	2.5	7.4	7.9
工业清洗设备	2.6	4.8	4.6
清洗设备合计	5.1	12.3	12.6
汽车清洗服务	1.4	3.2	1.9
工业清洗服务	0.9	1.8	1.7
清洗服务合计	2.2	5.0	3.7
并表抵消额	(1.0)	(2.0)	(1.8)
总计	6.4	15.3	14.4

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：目前国内与杜尔集团合作的汽车客户



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 5：杜尔集团工业清洗服务目前在国内外分布在 7 个城市



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.工业清洗领域市场格局稳定，尚有成长空间

2.1 工业清洗市场格局稳定

- ✓ **技术水平在市场竞争中起着决定性作用**。工业清洗是高技术附加值的技术密集型行业，技术产品和技术工艺是否有效，其结果较为直观，因此厂家可以依靠技术水平占领市场，技术附加值也较高。
- ✓ **客户稳定，业务和收益具有长期性和稳定性**。工业清洗是以使用工业设备的单位为服务对象的，服务具有长期性和稳定性。这是因为：第一，设备的结垢、除垢是个不断重复的过程，所以工业设备清洗的需求是长期性的。而清洗后的水处理

(阻垢、防腐蚀)业务则是长期连续地服务过程。只要企业生产经营,设备就需要清洗和水处理。第二,大的工业企业常常使用数十台甚至上百台设备,只要做好一台设备的清洗或水质保养业务,会产生连锁效应。

- ✓ **涉及行业众多,市场容量大且增长迅速。**工业清洗涉及到化工、电力、金属加工、纺织、机械、电子、电器、医药卫生和食品、建材、车辆、船舶、航空航天、供暖等领域的设备,而且设备形式多样、应用普遍。近20年来,随着中国经济的快速发展,各种工业设备的保有量迅速增加。仅以锅炉为例,全国目前有各种类型的工业、民用锅炉超过100万台,蒸发量从半吨到上千吨不等。0.1吨以下的蒸汽发生器有30多万台。每年用于各种锅炉的清洗费用近8亿元,水处理费用则高达30多亿元。而锅炉仅占全国工业热交换设备的8%左右,其它工业热交换设备则占到了80%以上,每年用于清洗和防垢水处理的费用超过150亿元;又如中央空调目前全国保有量超过50万台,大中城市增长迅速。每年用于中央空调、冷库设备清洗和水处理的费用超过30亿元。各种民用和家用空调机、各种热水器、开水器等更是数量庞大。全国每年用于各类工业设备清洗和防垢水处理的费用超过200亿元,年增长幅度超过10%以上。

2.2 工业清洗市场下游领域众多

2.2.1 电子信息领域

全国各地的开发区,在很长一段时间内主角都是电子信息产业。新建项目和发展重点,大都是电子类产品,伴随着国外企业将生产加工基地向国内转移,有大批的电子工厂和生产线新建或扩建,需要大批的清洗设备。超精密工业清洗设备和高附加值设备的比例逐步加大。其中重点领域包括:通信产品、电脑及部件、半导体、液晶及光电子产品。

2.2.2 汽车

巨大的市场需求,带动了中国汽车工业的高速发展。全世界的汽车厂商到中国设厂。一些零部件生产厂商也大批进入国内,独资、合资建厂。汽车及零部件生产普遍需要精密清洗,对清洗技术和清洗设备提出了要求。

2.2.3 医疗器械

医疗器械如注射器,手术刀具等在生产过程中不但要精密清洗,还要通过人体实验。注射针头属于深细空清洗,难度很大,一般都是使用氟里昂清洗。在最后还要用氟里昂作为分散剂,在针头表面均匀覆盖一层硅油,以减轻针头刺入皮肤时的疼痛感。

2.2.4 光学

各种光学产品和部件,如照相机镜头、大屏幕背投电视镜头、幻灯机、投影机镜头等仍需求强劲,这些产品对清洗设备的要求很高。适合光学清洗的技术和设备具备很大需求。

2.2.5 小型设备

我国有各种年消耗清洗剂在 3 t 以下的企业，也就是清洗剂小消费用户约 6000~10000 家。这些企业的特点是普遍没有合适的清洗设备，很多的使用氟里昂手洗或只是简易的设备。可能的替代清洗剂大多价格高昂，需要专用的设备。比较可行的办法是开发适合小用户使用的“单缸全自动”清洗机，适应面广、操作简单、溶剂消耗少、使用成本低，用户容易接受。

工业清洗剂的市场容量巨大。从市场广度来看,清洗已得到社会的广泛认同,服务领域已从石油、化工、能源、电力扩展到冶金建筑、机械电子、邮电通讯、交通运输、纺织印刷、核工业、轻工业等社会的各行各业,从企业到家庭,大到成套设备,小到电子零部件都需要清洗服务,只是不同行业对清洗的重视程度不同、清洗的目的不同、对清洗业的依赖程度也不同。清洗已经完成从重点工业城市逐渐向中小型城市的扩散渗透。

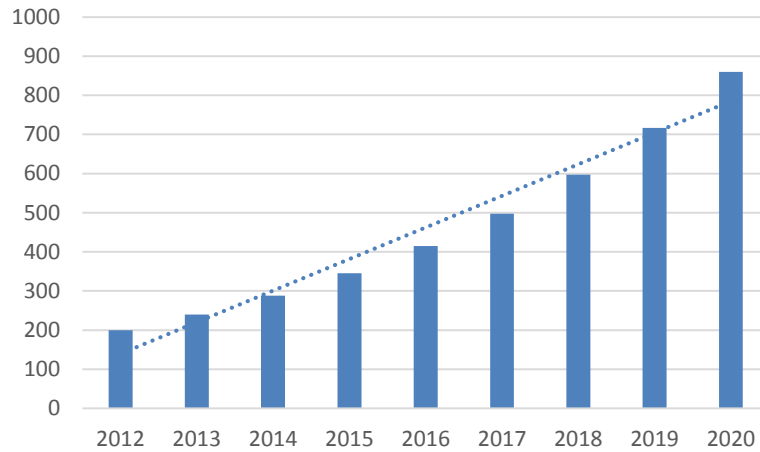
2.3 清洗机与机器人结合为主要趋势，前景广阔

清洗系统行业主要应用的清洗技术包括**超声波清洗、蒸汽清洗、高压清洗、喷淋清洗等**。随着工业的发展,在不同应用领域中,同一台设备还需要结合多种清洗技术,如在汽车零部件清洗时需要将传统的喷淋和超声波技术综合运用。《产业关键共性技术发展指南(2015年)》提出:要发展面向高附加值装备的绿色深度清洗技术。因此,工业清洗领域的技术更新与市场空间依然巨大。

清洗机与机器人相结合为主要趋势。清洗机与机器人相结合的灵活性设计,不但能加快工艺优化和调整速度,使工件的更换简单快捷,同时能在应对新类型的工件时,大幅降低设备调整的工作量。

工业清洁设备规模在工业清洁整体行业中所占比重约为 40%,是工业、商用、民用三大市场细分中设备所占市场份额中最大的,根据统计数据 2012 年全国工业清洗设备的市场规模为 200 亿元,12 年之前的几年增速较快,大概 30%以上,12 年-15 年增长率有所放缓,但随着工业清洗标准的提高以及工业清洗向城乡小规模工厂的延伸,预计 2016-2020 年设备将保持 20%左右的年化增长,服务也将随之保持 20%的增长。

图 6: 工业清洗设备市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻网, 申万宏源研究

2.4 工业清洗系统行业格局

工业清洗系统与表面处理业务属于自动化装备制造行业。在工业清洗的细分行业中, 国际上缺可比的上市公司。因此, 我们选取在汽车自动化装备领域内具有一定领先地位, 业务包含生产清洗设备或提供清洗解决方案的上市公司进行对比。主要选取的上市公司包括:NKT Holding A/S (丹麦), 其旗下子公司 Nilfisk 是世界主要的清洗设备供应商之一; Emerson Electric company(美国), 其旗下子公司 Branson 是精密清洗领域领导者; DMS Co. Ltd.(韩国), 韩国著名 LCD 清洗设备厂商; KUKA AG (德国), 全球领先的机器人及自动化生产设备和解决方案供应商; Yaskawa Electric Corporation(日本), 日本最大机器人生产公司; FANUC Corporation(日本), 专业的工业机器人生产厂商, 其产品被广泛运用与汽车制造过程中。

表 3: 全球主要工业清洗公司情况

公司名称	产品或者业务	是否为上市公司	备注
斯柯达	TFT-LCD 液晶玻璃清洗机、触摸屏玻璃清洗机、硅片/硅料清洗机、碳氢真空超声波清洗机、全自动制绒酸洗综合设备、全自动去磷硅玻璃 (PSG) 清洗设备、非晶硅玻璃基片清洗机、风能机组部件清洗机、石英管清洗机、高压喷淋清洗机、碳氢清洗机、汽车零部件清洗机、精密五金零件清洗机、光学玻璃清洗机、压缩机零部件清洗机、电子元器件清洗机、纯水系统、冷水系统等	否	
和科达	精密清洗解决方案龙头。液晶电子 (平板式) 玻璃清洗设备、工业超声波清洗设备、表面处理 (电镀) 设备、工业纯水设备的研发、设计、制造及销售	是	
美国必能信公司	精密清洗领域和超声波焊接工业领域的领导者, 公司主要生产各类超声波清洗设备、超声波焊接设备、超声波金属焊接设备等, 应用领域覆盖半导体行业、液晶行业、精密金属等精密工业领域。		

韩国 DMS 公司 主要生产 LCD、半导体、光伏行业包括清洗设备在内的全套生产设备。

丹麦 Nilfisk A/S 清洁设备制造商，高压清洗设备制造商

Evergreen Industrial Services, Inc. 为下游和中游能源企业提供环境与工业清洗解决方案。Evergreen Industrial Services 能够从日常生产活动到复杂工程和管道为客户提供广泛的服务，产品线涵盖化学清洗、油舱清洗、水处理、水力清砂、水力挖掘等。

Safety-Kleen Systems Inc. 主营业务为为汽车等工业厂商提供清洁、环保和石油精炼等服务。Safety-Kleen Systems Inc. 拥有领先的零配件清洗技术，包括自动化清洗、超声清洗和溶剂清洗等。

AML Systems SAS 是一家汽车零部件生产法国制造商，其生产的清洗系统专门服务于汽车领域。

日本芝浦机电公世界知名液晶、半导体供应商。主要产品包括洗净设备、玻璃设备、显影设备等平板显示、半导体、动力电池等电子信息行业全套生产设备。

然斯康波达机电精密清洗设备制造商之一。产品包括超声波清洗设备、碳氢清洗设备、压力喷淋清洗设备、超声速焊机、电镀生产线、以及工业清洗附属设备等。

华易通机械设备有限公司 超声波工业精密清洗设备制造商

德高洁清洁设备清洗机、高压清洗机、超高压清洗机、工业吸尘器、工业吸尘吸水机、管道疏通机、干冰清洗机、洗地机、扫地车、自动化清洗系统、多晶硅自动破碎设备、多晶硅还原炉钟罩清洗系统等清洗设备

洁能电器 自动化清洗设备、加工件自动化清洗设备、大型机械清洗设备，生产线清洗设备、汽车清洗设备等

2015 年 12 月 16 日，丹麦清洁设备制造商 Nilfisk A/S 宣布以 3,100 万美元的价格现金收购美国高压清洗设备制造商 Pressure-Pro, Inc. 100% 股权。

美国私募股权投资公司 The Sterling Group, L.P. 宣布以 28,800 万美元的价格现金收购美国工业清洗设备供应商 Evergreen Industrial Services, Inc. 100% 股权。

美国上市公司 Clean Harbors, Inc. 以 12,500 万美元的价格现金收购 Safety-Kleen Systems Inc. 100% 股权。

2016 年 2 月 5 日，香港公司 Johnson Electric Holdings Limited 以 7,241 万美元的价格现金收购 AML Systems SAS 100% 股权。

资料来源：网络、公司公告、和科达招股书

对比各公司年报可得到各公司各年度销售额，整理可得下表，表中销售额单位为百万美元，除 Emerson 截至日期为每年 9 月 30 日，其余公司截止日期均为每年 3 月 31 日：

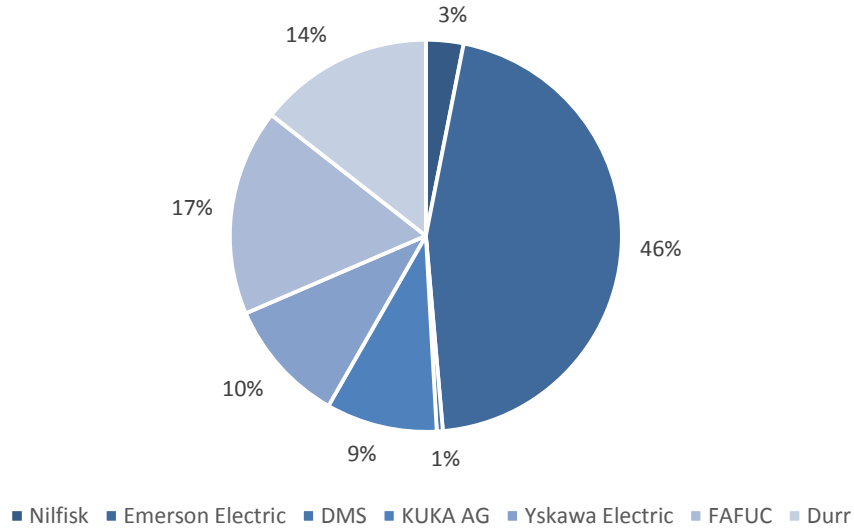
表 4：可比上市公司 13-15 年销售额情况（百万美元）

	2013	2014	2015
Nilfisk		985.4	1105.4
Durr		3521.96	5152.63
Emerson Electric		17733	16249
DMS			178.7
KUKA AG			3271.4

	2013	2014	2015
Yskawa Electric	3017.6	3321.3	3660.2
FAFUC	4136.7	3743.1	6081.3

资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 7：全球主要厂商市场份额占比



资料来源：中国知网，申万宏源研究

在国内，主要业务为工业清洗系统及表面处理的公司为和科达。其主要业务覆盖平板清洗设备，超声清洗设备，表面处理设备以及水处理设备。上市公司总市值为 58.4 亿，主要盈利业务为超声清洗设备。公司在市场规模、市占率和毛利率方面的优势较为明显。

表 5：和科达 13-15 年营业收入情况（亿元）

	2013	2014	2015
和科达主要设备收入	2.37	2.18	1.93
其他产品销售收入	1.34	1.15	1.44

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 大幅改善公司盈利能力

杜尔集团为工业清洗系统及表面处理业务行业内的市场领导者，2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月营业收入分别为 14.25 亿元、15 亿元和 6.4 亿元，EBIT 分别为 8295 万元、9488 万元和 3000 万元（按欧元兑人民币汇率 7.5 计算），预计 2017 年 EBIT 为 1.4 亿元，按照 15% 的所得税率，暂不考虑利息该业务将为公司增厚 1.31 亿净利润，公司自动化工厂业务的规模性效应将提高该业务净利润到 15% 左右，加上自动化业务预计共带来 2.2 亿左右营业收入，对应增厚利润 3300 万，而公司 2015 年净利润为 1100 万元，将大大增厚公司的业绩。

表 6：2015 年年报，公司收购前后的主营构成变化（亿元）

主营业务	交易前		交易后	
	营业收入	占比	营业收入	占比
橡胶智能设备	0.58	25.53%	0.58	3.45%
电气自动化及集成	0.88	38.96%	0.88	5.26%
数字化工厂	0.80	35.39%	0.80	4.78%
工业清洗系统及表面处理			14.43	86.51%
合计	2.25	100%	16.6	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购杜尔旗下的工业清洗系统资产后，公司的收入为原来收入的 7.4 倍，并将大幅增强公司的盈利能力。考虑到杜尔清洗业务的 60% 以上为汽车行业清洗，并且由上市公司收购后将在中国市场有所表现，16-18 年公司业绩主要增长将来自于国内汽车行业的清洗设备与服务。

由公开数据得到国内汽车行业的净利润与增长率，并根据比亚迪、吉利等汽车厂商的平均原材料及装备占比，对比历年占比，基本保持稳定，假设 16-18 年这个比例与 14-15 年一样保持在 66%，在原有市场保持稳定的情况下，预算出 2016-2018 年公司工业清洗设备与服务业务的预期收入，如下表：

表 7：公司工业清洗业务业绩预测详细拆分

	2014	2015	2016	2017	2018
汽车行业净利润（亿元）	812.64	910.72	1020.01	1101.61	1134.66
汽车行业利润增长率（%）	15	12	12	8	3
预期汽车行业原材料及装备采购/净利润（%）	66	68	66	66	66
蓝英装备国内市占率（%）	10	10	10	15	20
蓝英装备收购业务国内市场预期收益（亿元）	5.39	6.15	6.73	10.91	14.98
其他区域营业收入（亿元）	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
工业清洗设备收入预测（亿元）	14.39	15.15	15.73	19.91	23.98

资料来源：申万宏源研究

4. 物流自动化工厂进展顺利，回款达预期

公司 15 年和 16 年数字化工厂业务发展迅速，回款顺利。15 年和 16 年上半年分别为公司贡献 8000 万和 4600 万收入，今年 3 月公司与青岛软控，针对合肥万力轮胎签订合同，金额 1.08 亿元，截至到三季报共收到合同价款 4925 万元；今年 8 月公司与安徽佳通针对安徽佳通半钢工程签订合同，金额 1 亿元，截至到三季报收到合同价款 3000 万元，回款进度符合预期。

图 8：公司数字化工厂业务 14-16 年盈利情况

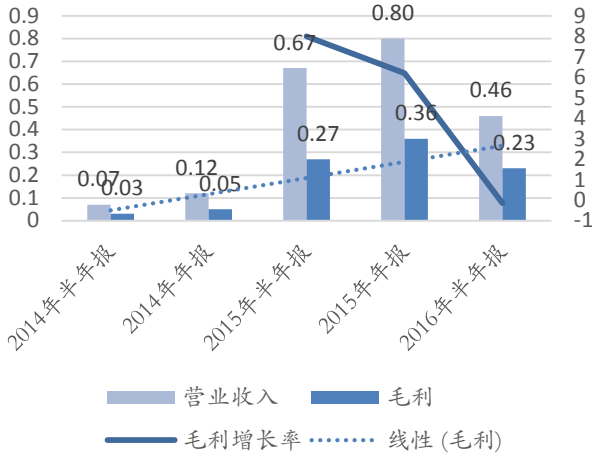
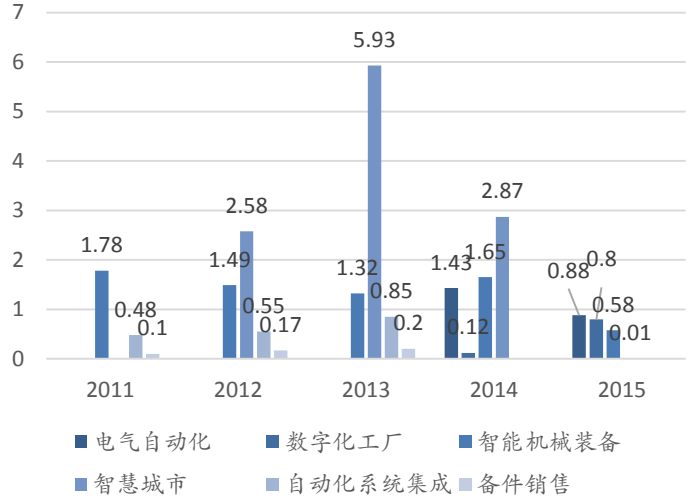


图 9:14-16 年公司各项业务盈利情况



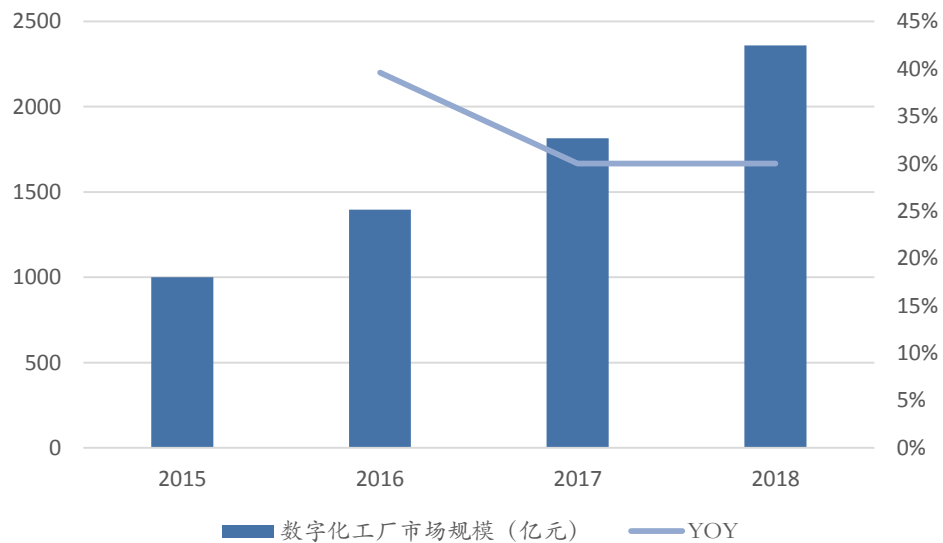
资料来源：WIND 资讯，申万宏源研究

资料来源：WIND 资讯，申万宏源研究

数字化工厂是智能化工厂和工业 4.0 的核心，未来 3-5 年仍将高速发展。数字化工厂以产品全生命周期的相关数据为基础，在计算机虚拟环境中，对整个生产过程进行仿真、评估和优化，并进一步扩展到整个产品生命周期的新型生产组织方式，特别是生产制造环节，可为制造工厂的生产全过程提供全面管控的一种整体解决方案。

随着被誉为中国版工业 4.0 的《中国制造 2025》出台，叠加 VR/AR 技术进一步的推广，数字化工厂发展速度逐渐加快。工信部 2016 年遴选出 64 个国家智能制造试点项目，同比增加 18 个，2017 年项目数量大概率会进一步扩大，数字化工厂市场规模有望达到 1400 亿元，公司有望在其中分享行业盛宴。

图 10：数字化工厂市场规模预测



资料来源：工信部，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 未来 3 年主要增长来自国内汽车清洗设备与服务

汽车领域，杜尔集团的工业清洗系统在欧洲和亚洲市场均具备 50% 以上的市场占有率，说明了杜尔集团在全球的行业龙头地位，也反过来验证了杜尔集团已经掌握了一定的技术壁垒。随着工业清洗要求与环保要求的提高，以及技术层面的改进，如灵活的模块化系统，预计未来 3 年行业将保持 20% 的年化增长。

考虑到杜尔清洗业务的 60% 以上为汽车行业清洗，并且由上市公司收购后将在中国市场有所表现，16-18 年公司业绩主要增长将来自于国内汽车行业的清洗设备与服务。

国内汽车行业 15 年实现净利润 910 亿元，预计 17-18 年行业利润增长分别为 8% 和 3%，假设汽车原材料与清洗设备/净利润与前几年保持一致为 66%，工业清洗设备占其中的 10%，杜尔集团目前已与很多知名汽车厂商合作，在国内 7 个地区已经展开业务，市占率大概为 10%，17-18 年的中国市占率分别为 15% 和 20%，那么预计公司 16-18 年工业清洗与表面处理业务将实现 15.73 亿、19.91 亿和 23.98 亿的营业收入。

5.2 A 股稀缺标的，可比上市公司为和科达

工业清洗系统在 A 股具备很强的稀缺性，目前 A 股主要对标标的为和科达。和科达主要产品包括超声波清洗机系列、平板清洗机系列、喷淋机系列以及碳氢清洗剂系列，提供设备，主要为定制化生产；而蓝英装备收购的杜尔集团主要产品包括水基清洗机，碳氢清洗机，氟代烃清洗机及改良型醇溶剂清洗机，提供设备和服务，主要为多种产品标准化生产，可以实现批量生产。

表 8：和科达 14-16 年经营状况

	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
营业收入（百万元）	1.5	3.7	3.6
营业成本（百万元）	1.0	2.4	2.3
毛利率（%）	35.6	35.5	36.1

资料来源：申万宏源研究

表 9：Ecoclean14-16 年经营状况

	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
营业收入（亿元）	6.4	15.3	14.4
营业成本（亿元）	3.7	7.2	6.2
毛利率（%）	42.1	53.0	56.8

资料来源：申万宏源研究

表 10: 可比上市公司和科达 (002816.SZ) 估值与盈利预测

关键指标 (2016 年 11 月 30 日)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	397.7	359.72	367.46	392	434
增长率(%)	1.62	-9.55	2.15	6.68	10.71
归属母公司股东净利润(百万)	39.46	38.79	39.5	43	48
增长率(%)	-12.68	-1.69	1.85	8.85	11.63
EPS(摊薄)	0.53	0.52	0.53	0.43	0.48
基准股本(百万股)	--	--	--	100	100
ROE(摊薄)(%)	17.18	14.45	12.83	7.8	8.1
ROA(%)	9.06	9.01	8.37	--	--
PE	--	--	--	145.67	130.5
PEG	--	--	--	16.46	11.22

资料来源: WIND 资讯、申万宏源研究

和科达 (002186.SZ) 为 2016 年 10 月 25 日上市的新股。精密清洗业务与公司基本相同, 该部分业务占比为 55%。不同之处在于公司除了提供设备外还提供服务, 以及公司多提供标准化产品, 而和科达提供定制化产品。杜尔集团的工业清洗业务毛利率维持在 50%, 而和科达维持在 38%。

5.3 盈利预测与投资建议

根据公司历史经营状况与工业清洗系统与服务行业在国内的市场空间, 对公司 14-18 年的主营业务收入与毛利率进行拆分和预测, 如下:

表 11: 公司 2016-2020 年主营业务增速与毛利预测

	主营业务增长预测					毛利率预测				
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
电气自动化及集成	-22%	20%	19%	20%	20%	25%	30%	30%	30%	31%
数字化工厂	13%	44%	23%	30%	30%	44%	50%	50%	50%	50%
智能机械装备	-93%	0%	0%	0%	0%	25%	50%	50%	50%	50%
工业清洗设备与服务	0%	0%	20%	20%	15%	0%	35%	35%	35%	35%

资料来源: 申万宏源研究

表 12: 公司 14-18 年主营收入与毛利率拆分与预测

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	607	226	163	2,208	2,661
电气自动化及集成	143	88	69	83	99
数字化工厂	12	80	90	130	160
智能机械装备	165	58	4	4	4
智慧城市	287	0	0	0	0
工业清洗设备与服务	0	0	0	1991	2398

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业成本	411	143	105	1,419	1,710
电气自动化及集成	99	62	52	58	69
数字化工厂	7	43	50	65	80
智能机械装备	96	37	3	2	2
智慧城市	209	1	0	0	0
工业清洗设备与服务	0	0	0	1,294	1,559
毛利率	32%	37%	36%	36%	36%
电气自动化及集成	31%	30%	25%	30%	30%
数字化工厂	42%	46%	44%	50%	50%
智能机械装备	42%	36%	25%	50%	50%
智慧城市	27%	-100%	0	0	0
工业清洗设备与服务	0	0	0	35%	35%

资料来源：WIND 资讯、申万宏源研究

上市公司已经将管廊相关债务剥离给控股股东，改善现金流。预计公司 16 年净利润为 300 万元，业绩见底，17-18 年净利润为 1.64 亿及 2.3 亿元，EPS 为 0.61 元/0.85 元，对应 PE 为 29X/21X。类比同样与德国工业 4.0 相关标的有合作的机械板块公司，17 年平均 PE 为 40X，而 Ecoclean 为 A 股工业服务稀缺标的，并且具备全球销售与工业服务经验，国内上市公司收购后看好其在中国市场的扩展，保守估计给予行业平均估值，即 17 年 PE 为 40X，对应市值为 65.6 亿，对应股价为 24.3 元，距离当前股价有 30% 的空间，首次覆盖，买入评级。

表 13：与蓝英装备同样与德国工业 4.0 相关标的有合作的公司估值比较

股票代码	公司名称	EPS				P/E (LYR)				现价
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	
002270	华明装备	0.40	0.52	0.65	0.73	43	31	25	22	16.08
300024	机器人	0.56	0.29	0.35	0.42	123	82	67	56	23.72
002527	新时达	0.32	0.35	0.45	0.57	68	42	33	26	14.77
002334	英威腾	0.21	0.18	0.24	0.30	55	47	36	28	8.43
平均值							53	40	32	
300293	蓝英装备	0.04	0.01	0.61	0.85	462	1859	31	22	18.59

资料来源：申万宏源研究（注：除蓝英装备外，其余公司 EPS 取自 Wind）

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	609	226	163	2,208	2,661
电气自动化及集成	143	88	69	83	99
数字化工厂	12	80	90	130	160
智能机械装备	165	58	4	4	4
智慧城市	287	0	0	0	0
工业清洗设备与服务	0	0	0	1,991	2,398
营业总成本	538	242	167	2,006	2,376
营业成本	411	144	105	1,419	1,710
电气自动化及集成	99	62	49	58	69
数字化工厂	7	43	45	65	80
智能机械装备	96	37	2	2	2
智慧城市	209	1	0	0	0
工业清洗设备与服务	0	0	0	1,294	1,559
营业税金及附加	4	3	2	28	34
销售费用	13	12	9	199	213
管理费用	65	56	41	331	373
财务费用	35	10	11	29	47
资产减值损失	10	17	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	72	-15	-4	202	285
营业外收支	19	22	5	16	15
利润总额	90	7	1	218	300
所得税	17	-4	-2	33	45
净利润	74	11	3	185	255
少数股东损益	0	0	0	21	25
归属于母公司所有者的净利润	74	11	3	164	230

资料来源：申万宏源研究

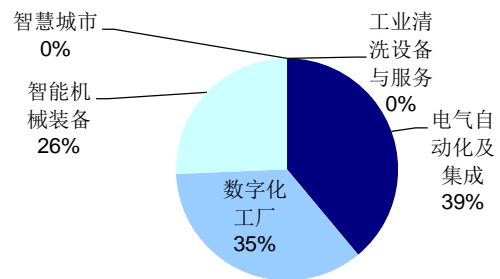
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,123	1,304	947	2,036	2,372
现金及等价物	419	196	94	94	94
应收款项	330	314	75	586	794
存货净额	94	63	46	625	753
其他流动资产	280	731	731	731	731
长期投资	3	3	3	703	703
固定资产	155	163	153	142	131
无形资产及其他资产	880	330	330	330	330
资产总计	2,161	1,801	1,433	3,211	3,537
流动负债	1,386	1,109	741	1,737	1,810
短期借款	782	191	392	377	226
应付款项	599	649	81	1,092	1,315
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	19	18	16	613	611
负债合计	1,405	1,127	757	2,350	2,420
股本	270	270	270	270	270
资本公积	159	160	160	160	160
盈余公积	21	24	25	65	122

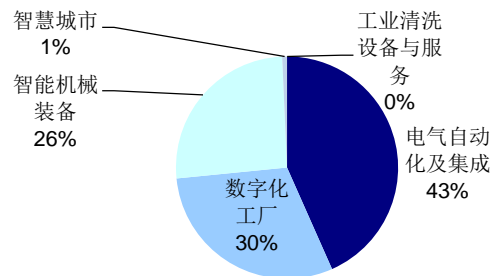
关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
工业清洗设备与服务	-	-	0.35	0.35
服务的毛利率				
销售费用/营业收入	0.05	0.05	0.09	0.08

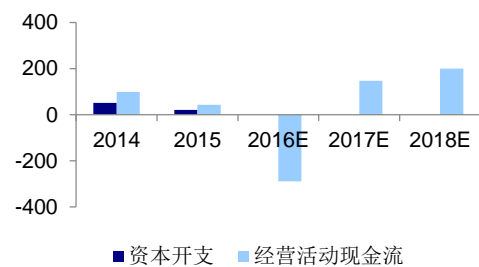
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

未分配利润	306	220	222	345	518
少数股东权益	0	0	0	21	46
股东权益	757	673	676	861	1,117
负债和股东权益合计	2,161	1,801	1,433	3,211	3,537

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

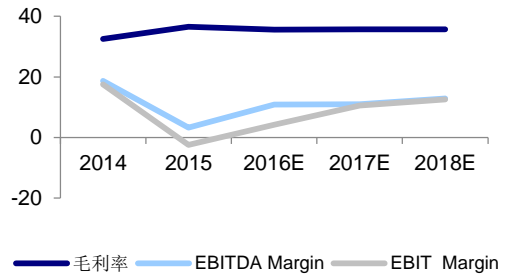
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	74	11	3	185	255
加：折旧摊销减值	17	30	10	11	11
财务费用	39	17	11	29	47
非经营损失	-3	-8	0	0	0
营运资本变动	-29	-6	-313	-78	-113
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	98	43	-289	147	200
资本开支	51	20	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	-700	0
投资活动现金流	-51	-20	0	-700	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	128	157	198	582	-153
支付股利、利息	50	102	11	29	47
其它融资现金流	-248	-156	0	0	0
融资活动现金流	-170	-101	187	553	-200
净现金流	-123	-78	-102	0	0

资料来源：申万宏源研究

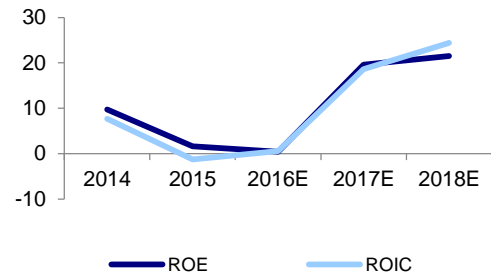
重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.04	0.01	0.61	0.85
每股经营现金流	0.36	0.16	-1.07	0.54	0.74
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.80	2.49	2.50	3.11	3.97
关键运营指标(%)					
ROIC	7.7	-1.3	0.6	18.6	24.4
ROE	9.8	1.6	0.4	19.6	21.5
毛利率	32.6	36.5	35.6	35.7	35.7
EBITDA Margin	18.7	3.2	10.8	11.0	12.9
EBIT Margin	17.5	-2.5	4.2	10.5	12.5
收入同比增长	-26.5	-62.9	-27.9	1254.6	20.5
净利润同比增长	-27.1	-85.3	-76.1	6231.3	40.0
资产负债率	65.0	62.6	52.8	73.2	68.4
净资产周转率	0.81	0.34	0.24	2.63	2.49
总资产周转率	0.28	0.13	0.11	0.69	0.75
有效税率	18.3	-52.8	15.0	15.0	15.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	66.9	454.7	1901.7	30.0	21.5
P/B	6.5	7.3	7.3	5.9	4.6
EV/Sale	8.7	21.9	32.2	2.3	1.9
EV/EBITDA	46.8	684.5	299.3	21.3	14.6

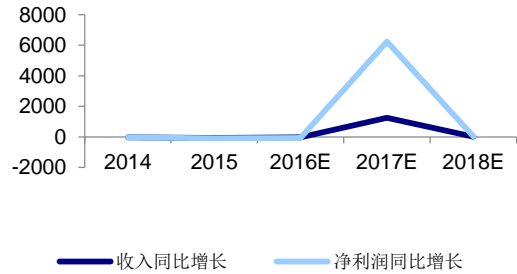
资料来源：申万宏源研究



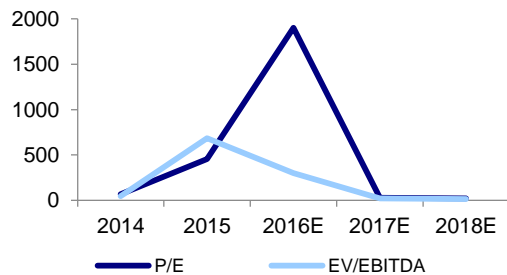
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。