

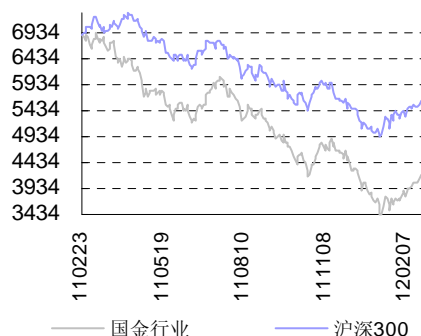
蓝英装备 (300293.) 其它专用设备行业

新股研究

目标价格(人民币): 25.30-27.50元
 询价价格(人民币): 22.77-24.75元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	15.00
发行 A 股数量(百万股)	15.00
总股本(百万股)	45.00
国金其它专用设备指数	4217.16
沪深 300 指数	2597.48



快速成长的高端自动控制技术企业

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.763	1.100	1.455	1.927	2.365
每股净资产(元)	2.95	4.42	12.06	13.80	16.16
每股经营性现金流(元)	0.59	0.95	1.26	1.53	1.89
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	63.20	48.96	48.96	48.96	48.96
净利润增长率(%)	33.74%	44.25%	32.20%	32.46%	22.72%
净资产收益率(%)	34.45%	33.19%	12.06%	13.96%	14.63%
总股本(百万股)	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要从事子午线轮胎成型机的设计、生产和销售, 以及在轮胎、冶金、节能和机床等领域的工业自动控制技术的开发与应用。公司凭借较高的技术水平, 生产的轮胎成型机得到客户认可, 销量快速增长。目前公司已形成了年产 30 套子午线轮胎成型机的生产能力, 2010 年占国内超过 8% 的市场份额, 成为我国子午线轮胎成型机主要供应商之一。
- 受益于轮胎子午化率的提升和汽车产量与保有量的不断增长, 2012~2015 年子午线轮胎的需求增速可达 10% 左右。2013 年以后随着替换需求的不断增加, 国内子午线轮胎成型机市场容量将增至 500 套/年以上。
- 公司与国际领先的机床设备制造商 DVS 成立合资公司, 针对中国市场开发电主轴单元和高端复合机床, 电主轴业务或将成为公司新的业绩增长点。
- 公司竞争优势体现在:
 - 研发并掌握了多项先进的自动控制基础技术, 具备领先的机械设计水平, 许多技术在国内外均属先进水平。
 - 自动控制应用技术产品化的发展模式。
 - 劳动力密集, 配套齐全的区位优势
 - 多年经营积累的客户资源。

盈利预测和估值

- 我们预计公司 2012 年~2014 年分别可实现销售收入 310、400 和 510 百万元, 同比分别增长 31.6%、29.0%和 27.5%; 增发摊薄后每股收益分别为 1.455 元, 1.927 元和 2.365 元。
- 我们认为公司合理价格区间为 25.3~27.5 元, 对应 2011EPS 23~25 倍 PE; 我们建议公司询价区间为 22.77~24.75 元, 较合理价格折让 10%。

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
 (8687)21485949
 liuzj@gjzq.com.cn

风险提示

- 无法保持技术领先的风险; 汽车行业增速下降的风险。

内容目录

公司概况	4
子午线轮胎成型机市场概述	6
子午线轮胎成型机是制造子午线轮胎的核心设备	6
子午线轮胎需求测算	8
子午线轮胎成型机的市场容量	9
蓝英装备：快速成长的子午线轮胎成型机供应商	10
拓展冶金、节能、机床领域	12
冶金领域：技术领先的系统解决方案提供商	12
节能领域：自动控制技术的新兴领域	13
机床领域：电主轴或将成为公司另一看点	14
公司竞争优势	15
募投项目分析	16
全自动子午线轮胎成型机产业化项目	16
耗能工业智能单元集成系统产业化项目	17
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

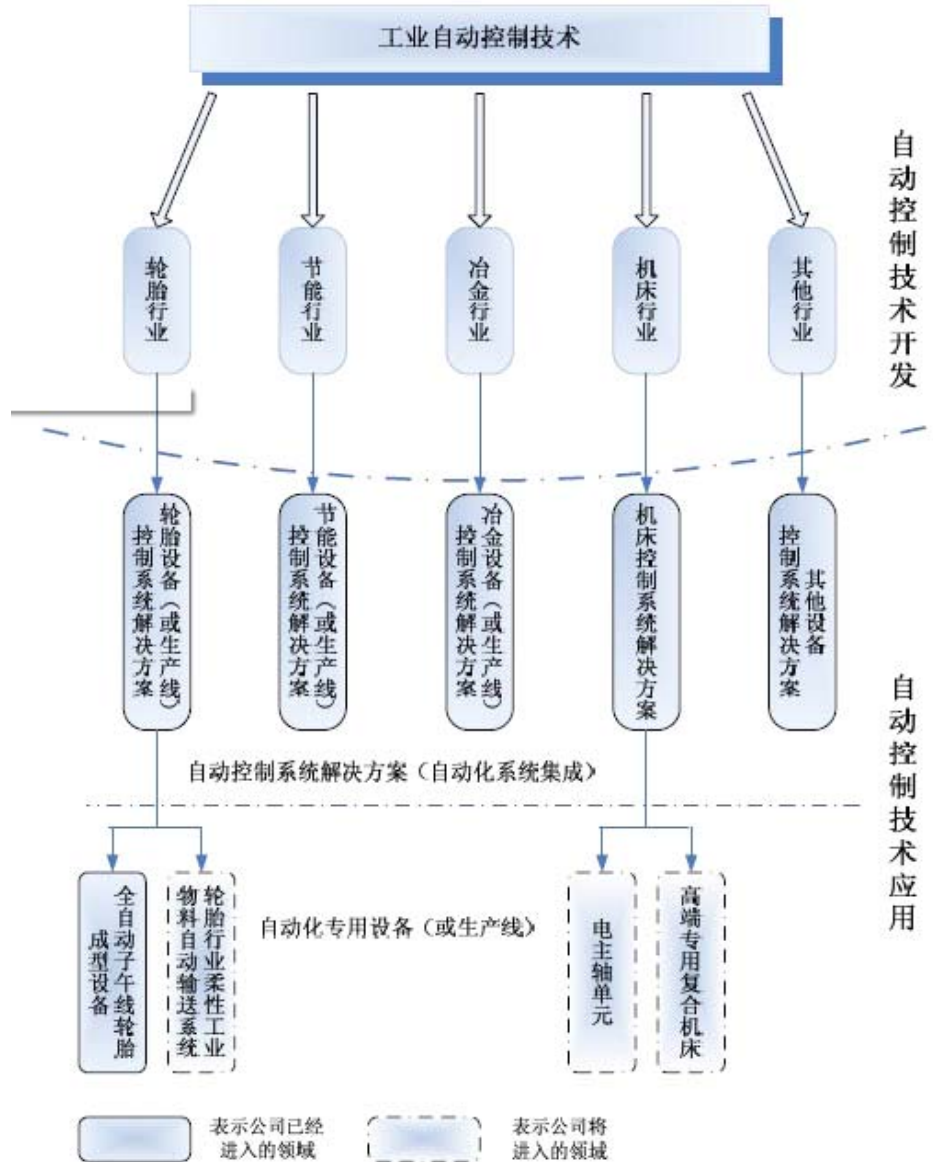
图表 1：公司业务结构	4
图表 2：公司生产的全自动子午线轮胎成型机	5
图表 3：全自动子午线轮胎成型机产品收入和毛利占比	5
图表 4：与同行业可比上市公司毛利率的比较	6
图表 5：公司股权结构	6
图表 6：发起人的主要资产和实际从事业务	6
图表 7：轮胎成型机用于轮胎组装成生胎	7
图表 8：国内轮胎子午化率上升趋势（万条）	7
图表 9：轮胎行业产量数据	8
图表 10：我国汽车产量与保有量	9
图表 11：03~11 年我国轮胎产量与出口情况（万条）	9
图表 12：国内子午线轮胎需求预测	9
图表 13：国内新增需求对应的子午线轮胎成型机需求预测	10
图表 14：国内主要的子午线成型机制造商	11
图表 15：同行业公司销售收入对比（单位：万元）	11
图表 16：2008 年~2011 年上半年公司子午线轮胎成型机销量（套）	11
图表 17：公司主要竞争对手	12

图表 18: 钢铁行业固定资产投资额 (亿元)	13
图表 19: 冶金机械收入 (亿元)	13
图表 20: 2005-2010 年我国加热炉行业产值	13
图表 21: 2010~2015 年加热炉电气控制市场预测	13
图表 22: 机床进口单价总体呈逐年增长趋势 (万元/台)	14
图表 23: 电主轴: 数控机床领域三大高新技术之一	14
图表 24: 公司的客户资源	16
图表 25: 募集资金投资项目	16
图表 26: 全自动子午线轮胎成型机产业化项目	17
图表 27: 耗能工业智能单元集成系统产业化项目	17
图表 28: 可比上市公司估值情况	17

公司概况

- 公司的主营业务是自动控制技术的开发与应用。自动控制技术的应用一般分为两个层面，第一个是为客户提供电气控制系统解决方案，第二个是为客户提供包括定制的电气控制系统在内的一整套自动化设备或生产线。公司目前主要产品分为自动化系统集成产品（即控制系统解决方案）和全自动子午线轮胎成型机产品。

图表1：公司业务结构



来源：公司招股书，国金证券研究所

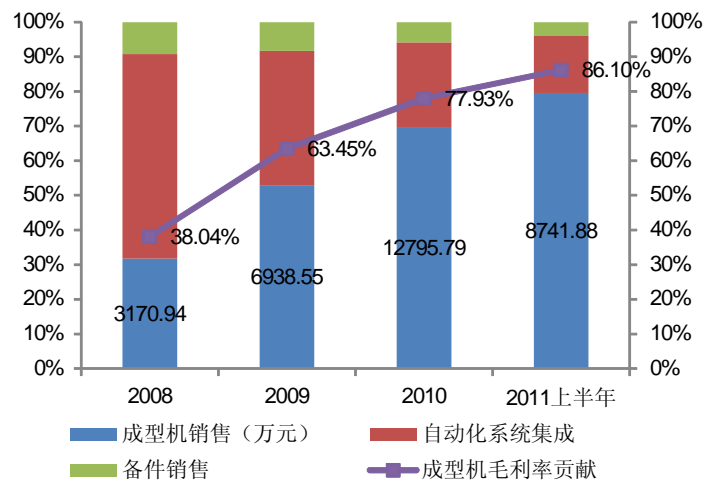
- 公司依靠在自动控制基础技术、自动控制应用技术、产品设计能力等方面的深厚基础，在轮胎、冶金、节能等自动控制应用领域取得了显著成绩，成为国内上述自动控制领域内的知名企业。
- 在轮胎自动控制领域，凭借较高的技术水平，公司业务已由自动控制解决方案延伸至自动化设备，公司生产的轮胎成型设备得到客户高度评价，销量快速增长。目前公司已形成了年产 30 套子午线轮胎成型机的生产能力，2010 年已占据国内子午线轮胎成型机市场超过 8% 的市场份额，成为我国子午线轮胎成型机主要供应商之一。

- 在冶金自动控制领域，公司自主开发了加热炉全集成自动化控制技术等多项自动控制技术，并将之应用于各类工业炉自动控制、热连轧线自动控制、冷轧连续退火线自动控制等环节。公司在冶金自动控制领域具有较高技术水平，产品具备国际先进水平，同时拥有丰富的客户资源。
- 在节能自动控制领域，公司自主开发了燃烧优化控制技术等一系列用于提高热能转换效率、废气余热利用效率的控制技术，为客户提供节能环保型加热炉电气控制系统解决方案和余热发电设施控制系统解决方案。
- 公司于 2006 年将轮胎成型设备自动控制技术产品化、产业化，全自动子午线轮胎成型机产品逐步成为公司重要的收入和利润来源，该产品占公司营业收入和毛利的比例逐年提高，2011 年上半年该产品销售收入占公司营业收入的比例为 79.34%，同期该产品的销售毛利占公司毛利的比例为 86.10%。

图表2：公司生产的全自动子午线轮胎成型机



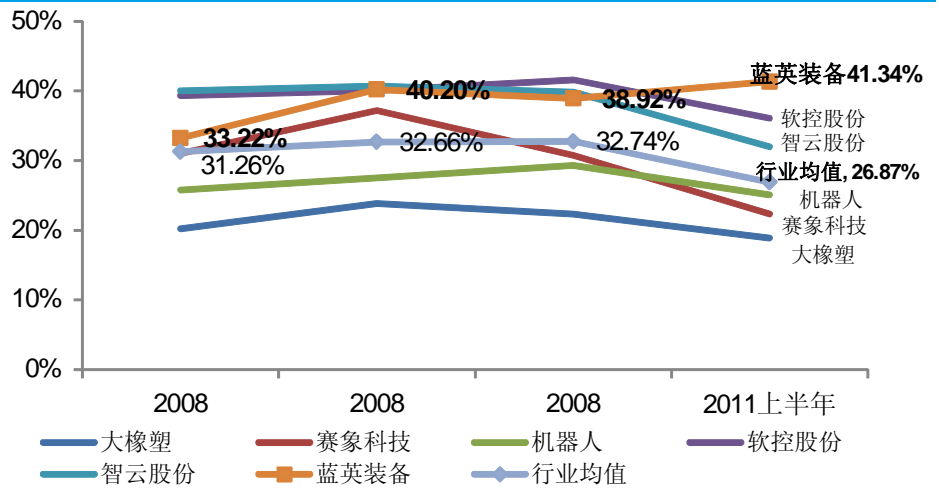
图表3：全自动子午线轮胎成型机产品收入和毛利占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司具备优异的盈利能力和成长性。2008~2011 年上半年，公司一直保持高于行业平均的毛利率（40%左右），销售收入分别为 101、132、184 和 110 百万元，2009 和 2010 同比分别增长 30.49%和 39.56%。

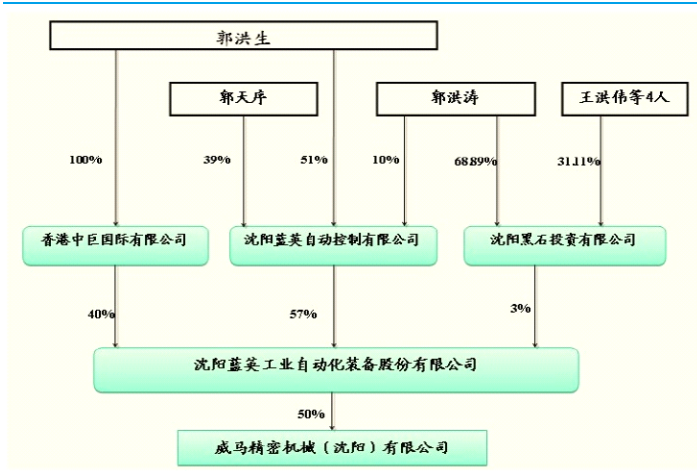
图表4: 与同行业可比上市公司毛利率的比较



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 公司控股股东为沈阳蓝英自控, 持有发行前公司 57% 的股份; 实际控制人为郭洪生, 其通过沈阳蓝英自控和中巨国际间接持有公司 69.07% 的股份, 实际控制 97% 的股份。公司此次向社会公开发行 15 百万股, 发行后公司总股本为 60 百万股。

图表5: 公司股权结构



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表6: 发起人的主要资产和实际从事业务

发起人名称	主要资产	主要业务
沈阳蓝英自动控制有限公司	持有沈阳蓝英工业自动化装备有限公司 57% 的股权 货币资金、应收账款、库存商品等流动资产; 办公用车辆、办公用电子设备等非流动资产	西门子子公司在中国境内的授权分销商, 主要从事西门子子公司自动化与驱动产品的代理销售, 包括自动化模块(PLC)、传感器与通讯产品、低压元器件、变频器等。
中巨国际有限公司	持有沈阳蓝英工业自动化装备有限公司 40% 的股权	股权投资与管理
沈阳黑石投资有限公司	持有沈阳蓝英工业自动化装备有限公司 3% 的股权	股权投资与管理

子午线轮胎成型机市场概述

子午线轮胎成型机是制造子午线轮胎的核心设备

- 轮胎成型机作为轮胎生产线上的核心设备, 是工业自动控制技术在轮胎行业的主要应用领域之一。轮胎成型机主要完成轮胎生产线上的成型工序, 将胎圈、帘布等半成品组装成生胎, 预备接下来的硫化工序。

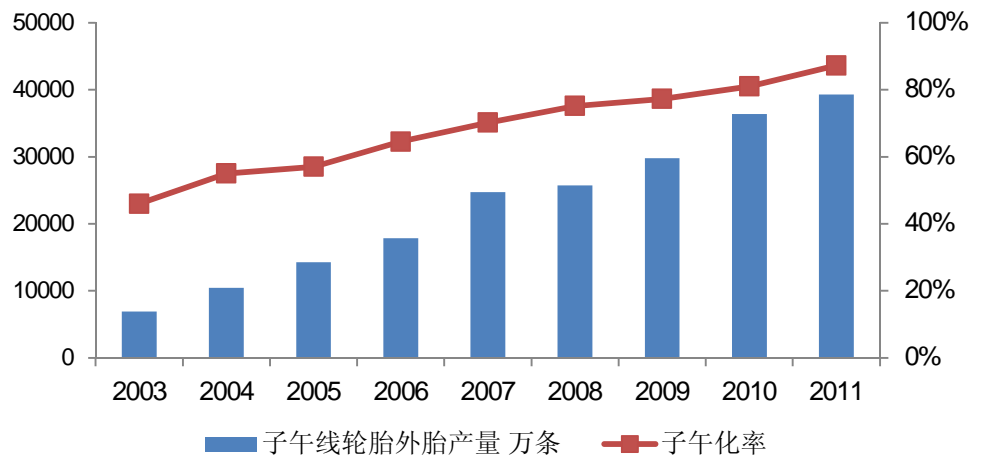
图表7: 轮胎成型机用于轮胎组装成生胎



来源：国金证券研究所

- 子午胎代替斜交胎已是必然，未来新上的轮胎产能将集中于子午胎。
 - 子午胎具有节能、安全、舒适和耐用等优点：接地面积大，附着性能好，胎面滑移小，对地压强小，因而小摩擦，寿命长；胎冠较厚且有坚硬的带束层，不易刺穿；行驶形变小，可降低油耗 3%~8%；缓冲性能好，负荷能力较大；散热性能好，可适应高温、高速行驶。
 - 目前，欧美、日本等发达国家的轿车轮胎子午化率已达 100%，载重胎的子午化率也在 90%以上。而中国 2010 年轮胎子午化率为 81%，与发达国家相比依然存在一定差距。
 - 2010 年 10 月工信部公布了《轮胎产业政策》，要求到 2015 年，乘用车胎的子午化率要达到 100%，轻型载重车胎的子午化率要达到 85%，载重车胎的子午化率要达到 90%。
 - 国内轮胎子午化率逐年攀升，根据中国轮胎分会统计估算，2009 年、2010 年和 2011 年中国轮胎子午化率分别为 77.3%，81%和 87.3%

图表8: 国内轮胎子午化率上升趋势 (万条)



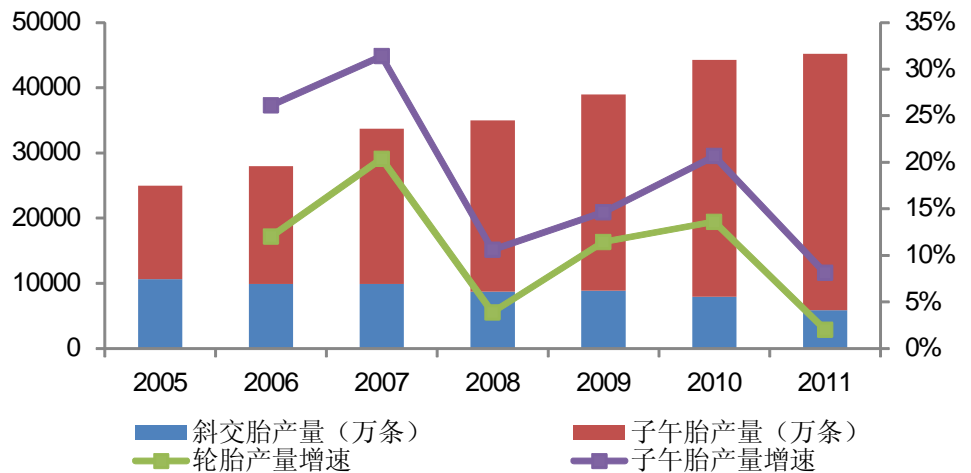
来源：公司招股书，公开资料，中国轮胎分会，国金证券研究所

- 子午线轮胎成型机是子午线轮胎生产线中机械结构最复杂、自动化程度最高的大型自动化专用设备，是子午线轮胎生产线上的核心设备。随着轮胎产量的扩大和子午化率的提升，子午胎新增产能的要求将转化为对轮胎生产设备的需求。

子午线轮胎需求测算

- 轮胎市场的发展直接影响着轮胎制造装备的未来需求。我国目前已成为世界上最大的轮胎制造国，2011年轮胎总产量约为4.5亿条，同比增长2.0%。同年子午线轮胎产量为3.9亿条，同比增速为8.1%，其增长速度远大于轮胎行业增速。
- 金融危机对汽车行业的巨大冲击使得轮胎产量在2008年出现增速下滑，金融危机过去后，在国内消费和政策刺激下，2009年和2010年产量增速逐步恢复。
- 2011年，我国轮胎行业受国际经济影响，出口形势更加复杂；同时，很多国内轮胎企业因生产成本增加出现停产减产现象。轮胎总产量增速放缓。

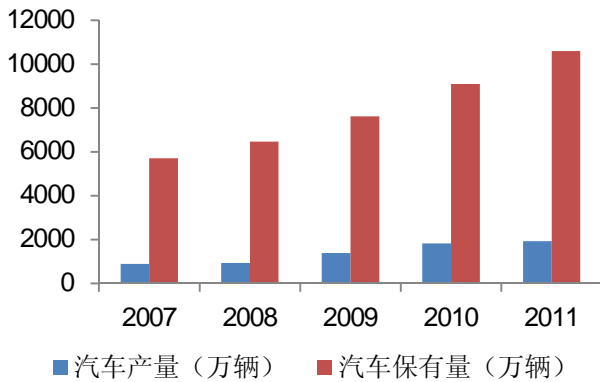
图表9：轮胎行业产量数据



来源：招股说明书，国金证券研究所

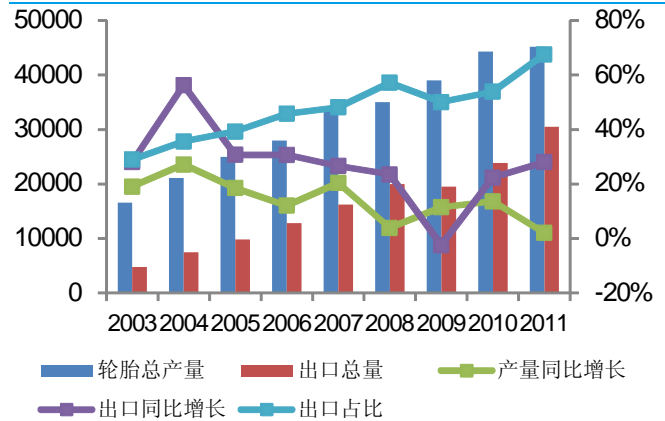
- 轮胎行业的市场需求量和汽车行业的发展密切相关。目前，中国汽车的人均保有量依旧处在低位水平。截至2010年底，不含农用车，中国民用汽车保有量大约在7,700万辆，相当于美国汽车保有量的1/4。全世界千人汽车保有量为128辆，而中国目前千人汽车保有量只有55辆，不到世界平均水平的1/2。若按世界人均保有量测算，中国汽车保有量可达1.7亿辆。相应的，对于轮胎行业而言，也存在着巨大的发展空间：
- 汽车轮胎的需求来自两个方面：一为新车配套，二是维修更换，这分别与汽车的产量和保有量有关。随着汽车行业的发展，保有量逐年上升，轮胎维修更换上的需求在总需求中的比例会逐年上升，因为轮胎替换维修属于刚性需求，扩大轮胎需求的同时也会削弱轮胎行业对于汽车行业的依赖性。
- 中国汽车市场的广阔前景和低成本优势吸引着国际轮胎制造商纷纷前往中国投资，包括法国米其林（Michelin）、美国固特异（Goodyear）、日本普利司通（Bridgestone）等在内的全球前十大轮胎企业均已进入中国，全球轮胎制造向中国转移的趋势明显。
- 轮胎出口规模持续扩大。轮胎出口量从2005年的0.91亿条增至2011年的3.05亿条，年复合增长率超过20%。

图表10: 我国汽车产量与保有量



来源: 国家统计局, wind, 招股书, 国金证券研究所

图表11: 03~11年我国轮胎产量与出口情况 (万条)



- 根据中国汽车产量情况推算配套和替换轮胎的需求量, 我们对于子午线轮胎市场需求进行大体上的测算得出, 2012~2015 年子午线轮胎的需求增速可达 10%左右, 其核心假设如下:
 - 汽车产量增速为 8%, 报废率为保有量的 5%。
 - 配套系数按 6 计算, 替换系数按 2.1 计算。(一般来讲, 乘用车的轮胎配套系数为 4, 商用车的轮胎配套系数为 5~8; 轿车的替换系数为 1.5, 载重车的轮胎替换系数为 2~6)
 - 子午化率到 2015 年达到 95%。
 - 出口方面考虑国外贸易保护及国际市场动荡因素, 2012~2015 年轮胎出口比例按 35%进行测算。

图表12: 国内子午线轮胎需求预测

	2011年	2012年E	2013年E	2014年E	2015年E
汽车产量 (万辆)	1919	2073	2238	2417	2611
汽车保有量 (万辆)	10600	12143	13774	15503	17338
新车配套 (万条)	11514	12436	13430	14505	15665
替换需求 (万条)	22260	25499	28925	32556	36411
合计 (万条)	33774	37935	42356	47060	52076
子午化率	87.30%	89%	91%	93%	95%
国内子午线轮胎需求 (万条)	29485	33762	38544	43766	49472
轮胎出口比例	42%	40%	35%	35%	35%
子午线轮胎需求 (万条)	50836	56270	59298	67333	76111
轮胎需求增速		10.69%	5.38%	13.55%	13.04%

来源: 国金证券研究所

子午线轮胎成型机的市场容量

- 子午线轮胎可分为全钢子午线轮胎与半钢子午线轮胎。二者的区别在于, 半钢子午线轮胎的胎面部位用钢丝作为补强层, 胎体是用尼龙或者聚酯材料, 而全钢子午线轮胎除了胎面, 胎体也全部是用钢丝来承担作用力。
- 目前载重车 (包括货车和部分大中型客车) 与工程机械基本上使用全钢轮胎, 轿车、SUV 等乘用车基本使用半钢轮胎。而轻卡部分使用全钢轮胎, 部分使用半钢轮胎。
 - 根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计的 62 家子午线轮胎生产企业总产量为 30,303 万条, 其中全钢子午线轮胎产量 7,210 万条。
- 按照生产设备的集成程度可分为一次法成型机和两次法成型机, 集成在一套设备上成型一条轮胎胎胚的叫一次法成型机, 通过两套设备成型一条轮胎的叫两次法成型机; 按照机械结构不同可分为两鼓、三鼓和四鼓成型机。

- 由于一次法成型机生产效率较高且价格相对合适，目前轮胎企业新上设备大部分是一次法成型机。
- 四鼓成型机由于旋转鼓定位精度不稳定、占地庞大，未得到广泛应用，目前轮胎生产企业在用成型机主要是两鼓成型机和三鼓成型机。由于三鼓成型机生产效率较高，更适合大批量生产，因此近年来三鼓成型机取代两鼓成型机成为主流的子午线轮胎成型机产品。
- 子午线轮胎成型机的需求量由当年新增子午线轮胎生产线数量和原有生产线设备更换需求决定。我们按照图表 12 里对未来子午线轮胎需求量对子午线轮胎成型机的新增生产线套数进行预测，预测假设及结果如下：
 - 单台全钢三鼓成型机每年可生产约 10 万条胎胚；单台半钢三鼓成型机每年可生产约 30 万条胎胚。
 - 2009 年轮胎分会统计企业的全钢子午胎占子午胎总产量的比例为 23.79%，假设未来三年全钢子午胎占比保持该比例不变；
 - 据此测算 2012-2014 年新增轮胎需求量对应的成型机投入量如图表 13 所示。

图表13：国内新增需求对应的子午线轮胎成型机需求预测

	2011年	2012年E	2013年E	2014年E	2015年E
子午线轮胎需求(万条)	50836	56270	59298	67333	76111
子午线轮胎产量增长(万条)		5434	3027	8035	8778
全钢子午胎产量(万条)		1293	720	1911	2088
半钢子午胎产量(万条)		4141	2307	6123	6690
当年新增产量对应成型机需求总计(套)		267	149	395	432

来源：国金证券研究所

- 以上的预测数据是基于满足未来可实现子午线轮胎的市场需求测算的，即当年新增的成型机及时投产使用，满足需求。在实际经济活动中，子午线轮胎成型机从开工到正式投产约需 1~2 年时间，例如 2012 年对应的 267 套子午线轮胎成型机应在 2010 年就开始定制生产。
- 按此种方式预测，公司 2010 年成型机销量为 30 套，子午胎新增产能的成型机能需求及成型机替换需求大约 350 台左右，相对市场占有率 8.57%。
- 另一方面，截至 2010 年末，国内子午线轮胎成型机估计保有量不低于 2,000 套。根据公司招股说明书显示，其中大多数于 2003 年以后购进，其使用寿命在 10 年左右，2012 年后我国轮胎成型机每年将出现较大规模的设备更新需求，预计 2013-2020 年间年均设备替换需求将在 250 套以上。
- 在出口方面，印度、越南、泰国等地国家和地区的汽车产业也在快速增长，轮胎需求日益增多，而其对应的子午化率与世界平均水平依然差异巨大，如印度目前轮胎子午化率仅 9%。我国轮胎成型机产品技术水平、性能已接近国际先进水平，产品价格低于国际同类产品，在国际上具备一定的竞争力，未来或将在上述国家和地区子午线轮胎装备市场上占据一席之地。
- 综上所述我们预计 2013 年以后随着替换需求的不断增加，国内子午线轮胎成型机市场容量将增至 500 套以上。

蓝英装备：快速成长的子午线轮胎成型机供应商

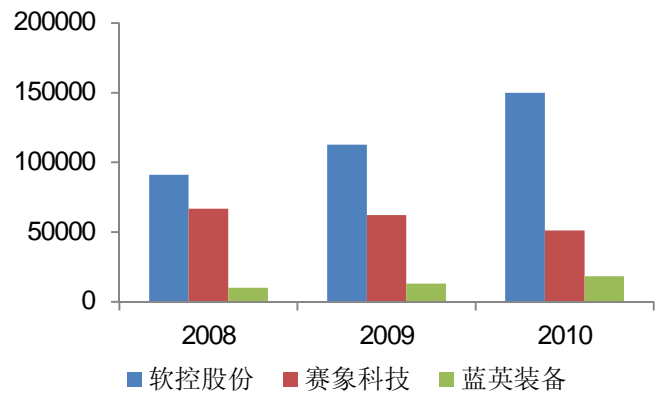
- 子午线轮胎成型机是子午线轮胎生产线上最为复杂的装备之一，随着国内轮胎子午化的快速发展，目前已经基本摆脱依赖进口的局面，基本实现国产化。现阶段，国内的软控股份、蓝英装备、赛象科技等少数技术水平较高的企业已经可以生产具有一定竞争力的成型机产品。

图表14: 国内主要的子午线成型机制造商

公司名称	公司介绍
软控股份	从轮胎行业应用软件起步, 逐步进入轮胎装备制造领域, 陆续投产密炼机上辅机系统、小料配料称量系统、全钢子午线轮胎成型机、小角度裁断机、内衬层生产线等轮胎生产和检测装备。
赛象科技	“十五”期间我国主要的轮胎机械制造商之一, 主营各种子午线轮胎生产成套装备和检测设备的研发、生产和销售, 产品有成型设备、挤出设备、裁断设备、钢丝圈缠绕设备和检测设备橡胶机械设备。
蓝英装备	主要从事自动控制技术的开发与应用。依靠在自动控制基础技术、自动控制应用技术、产品设计能力等方面的深厚基础, 公司在轮胎、冶金、节能等自动控制应用领域取得了显著成绩, 成为国内上述自动控制领域内的知名企业。其中在轮胎自动控制领域, 凭借强大的产品设计能力, 公司业务已由自动控制解决方案延伸至自动化设备, 2010年公司已占据国内子午线轮胎成型机市场超过8%的市场份额。目前公司已形成了年产30套子午线轮胎成型机的生产能力, 成为我国子午线轮胎成型机主要供应商之一。

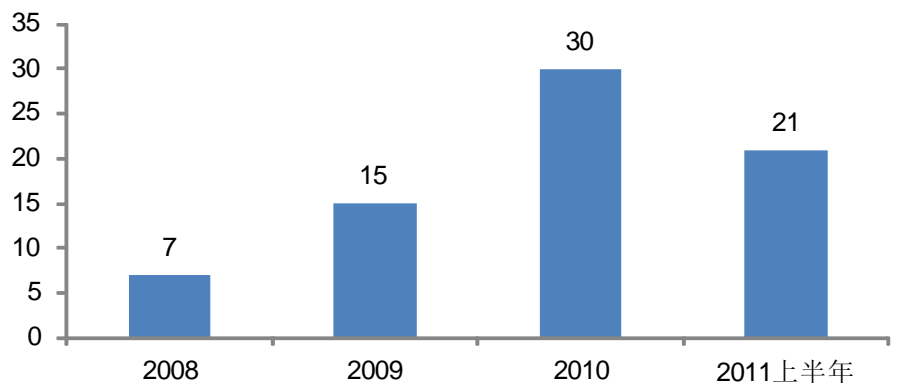
来源: 公司年报, 聚源数据, 国金证券研究所

图表15: 同行业公司销售收入对比 (单位: 万元)



- 国外的子午线成型机虽然在加工精度、自动化程度方面较国内产品更为先进, 但与国外轮胎成型机供应商相比, 我国子午线轮胎成型机产品更符合国内的实际需求情况, 并且在产品价格上有很大优势。
- 公司应用于轮胎成型环节的胎胚成型四组滚压控制、成型专机鼓间距离精确定位控制、成型专机角度精确定位控制等一系列应用技术达到国内领先水平。依靠先进的轮胎成型自动控制技术和公司强大的产品设计能力, 公司自主开发的全自动子午线轮胎成型机产品具有较高技术水平, 能够完全替代进口产品。
 - 公司全自动子午线轮胎成型机产品即完全自主设计而成, 拥有 17 项专利技术和 11 项软件著作权。其中胎体接头单侧自动缝合装置、内衬层接头自动压合及胎筒自动滚压装置、内衬层/胎侧纠偏装置、反包式胶囊成型鼓、组合辊压装置、胎体贴合鼓等新型设计均为国内首创。
 - 2010 年公司“全自动子午线轮胎一次法三鼓成型机产业化项目”获得国家火炬计划立项, “全自动子午线轮胎成型机主机及整个控制系统”获得辽宁省企业技术创新重点项目计划重点项目立项 (重大技术装备研制)。
- 由于公司具有设计理念先进、自动化水平高、电气控制系统等核心部分自主制造、性价比高等优势, 且产品为生产效率更高、代表市场未来发展方向的三鼓成型机, 在市场中处于优势地位, 产品获得客户认可, 正快速发展为国内主要的子午线轮胎成型机供应商。

图表16: 2008年~2011年上半年公司子午线轮胎成型机销量 (套)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 目前公司正在开发适用于轮胎行业的工业机器人控制技术、立体仓储自动控制技术，开发完成后将能够向客户提供全自动控制的轮胎行业柔性工业物料自动输送系统，填补国内技术空白，进一步巩固公司的行业地位。
- 我们认为，凭借公司先进的技术实力和设计制造能力，随着公司产能的进一步扩大和新产品的逐步投放，公司在子午线轮胎成型机市场上的占有率将有进一步的提高，带来营业收入和利润的持续高速增长。

拓展冶金、节能、机床领域

冶金领域：技术领先的系统解决方案提供商

- 公司可提供从原料到轧钢的全套冶金控制系统解决方案，其中，在冶金自动控制的转炉自动控制、加热炉自动控制和轧机自动控制等领域技术水平较高，在业内有较大影响力。
- 由于冶金行业控制过程不可逆、不可中止的特征，且冶金工艺过程复杂，对设备控制精度要求高，在自动化控制系统上有很高的技术要求。
- 随着冶金行业技术发展，冶金企业在全线物流跟踪、质量跟踪控制、成本在线控制、设备预测维护等方面取得了初步成果。但国内冶金企业和国外先进的企业相比，在工业自动化技术水平上仍有差距。
- 公司在冶金自动化领域技术领先，诸如在冷轧退火环节的技术可达国际先进水平，公司依靠该环节的连续退火线运行控制技术、连续退火线张力控制技术、连续退火线急停系统控制技术等，与大连华冶联自动化有限公司合作成功完成了鞍钢鲅鱼圈项目大型连续退火线自动控制系统，该自动控制系统是国内第一个自主完成的同类项目，能够完全替代进口产品。

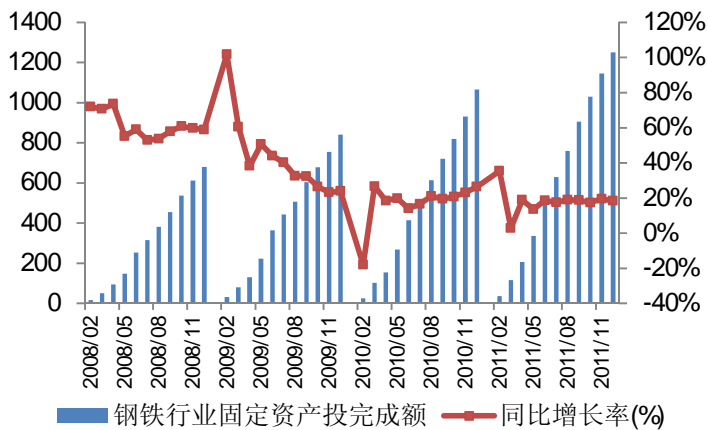
图表17：公司主要竞争对手

设计院或钢铁集团背景的公司	由原冶金行业设计院或科研院所改制设立的公司	如中冶南方工程技术有限公司、中冶赛迪工程技术有限公司、中冶东方工程技术有限公司、北京金自天正智能控制股份有限公司、北京京诚瑞达电气工程技术有限公司等
	是国内大型钢铁集团下属自动化公司	大连华冶联自动化有限公司、武汉钢铁集团自动化公司、北京首钢自动化信息技术有限公司、上海宝信软件股份有限公司等
跨国工业自动化公司	借品牌号召力、全球业绩积累、推广行业解决方案占据了一部分高端市场份额。	罗克韦尔、西门子、GE 等跨国公司
其他竞争对手	经过近年来的发展，一批技术实力较强、熟悉冶金行业生产工艺的企业在市场竞争中成长起来	北京佰能自动化技术有限公司等。

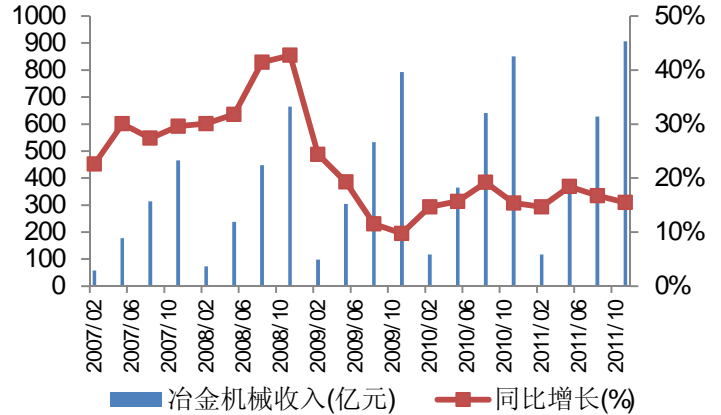
来源：公司招股书，国金证券研究所

- 冶金行业本身作为生产周期上游企业，受宏观经济影响较大，2008年国际金融危机的爆发就极大减少了冶金行业固定资产投资，从而使自动化市场也出现萎缩。2010年后，随着经济环境好转，在基础建设投资、钢铁行业集中度提高等因素带动下，冶金行业开始复苏，冶金自动化市场也出现回暖。

图表18: 钢铁行业固定资产投资额(亿元)



图表19: 冶金机械收入(亿元)



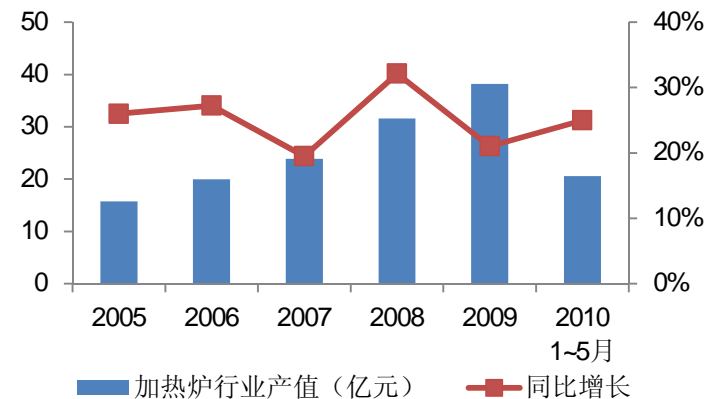
来源: WIND, 国金证券研究所

- 公司在冶金自动化控制领域经营多年, 积累了丰富的客户资源, 与许多行业内知名的冶金企业和冶金装备及自动化公司建立了良好的合作关系。同时, 公司也在多年经营中积累了丰富的经验, 对冶金行业工艺理解深刻, 锻炼了一批优秀的技术人员队伍, 具备承接大型先进冶金自动化系统项目的的能力。

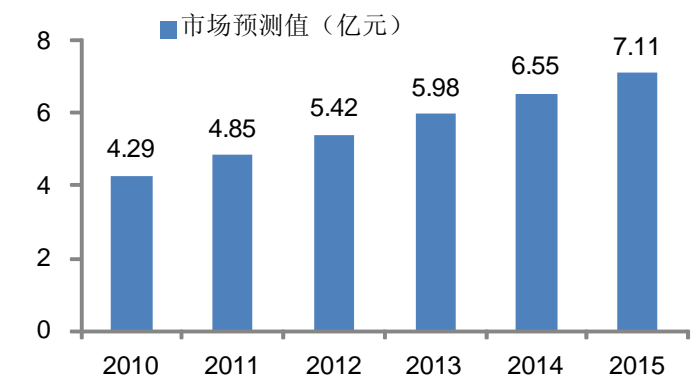
节能领域: 自动控制技术的新兴领域

- 公司目前为客户提供节能环保型加热炉电气控制系统解决方案和余热发电设施控制系统解决方案。
- 节能领域是一个新兴的自动控制领域, 大多数从事该领域的企业都是起步时间不长, 除少数在特定领域内具有优势的企业外, 市场竞争比较充分。同时, 行业内尚未形成成熟技术标准, 市场竞争情况变化较大, 具有技术优势的企业能够迅速占领竞争制高点。
- 随着我国对节能减排的重视并出台一系列配套政策, 节能市场正在蓬勃发展。目前我国节能自动控制市场以购买节能设备以及对现有设备进行节能改造为主。
- 公司在节能环保型加热炉自动控制领域已达到国际水平, 先后为日照钢铁、西宁特钢、包头钢铁、攀钢集团、河北迁安 1250 热轧厂、四川三洲特种钢管有限公司、江苏诚德钢管股份有限公司、浙江格洛斯无缝钢管有限公司、河北钢铁等企业提供节能环保型加热炉控制系统, 并获得用户认可。

图表20: 2005-2010 年我国加热炉行业产值



图表21: 2010~2015 年加热炉电气控制市场预测



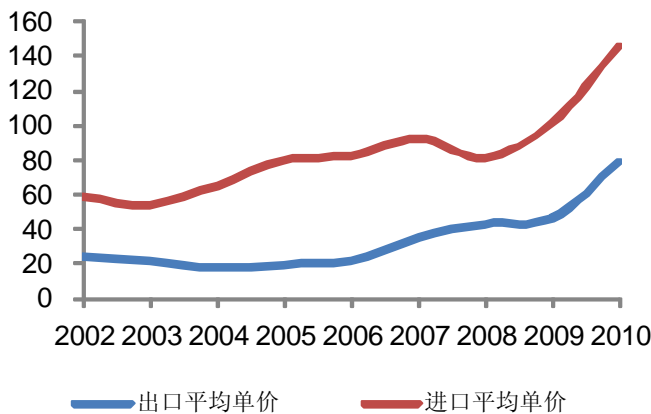
来源: 尚普咨询《2010-2015 年中国加热炉市场调查报告》、公司招股书、国金证券研究所

- 在余热发电设施自动控制领域，公司自主研发了一系列具有国内先进水平的自动控制技术。目前公司的余热发电控制系统已成功应用于印度博拉 BVC 熟料生产线纯低温 9MW 余热发电设施等国内外多项设施中。

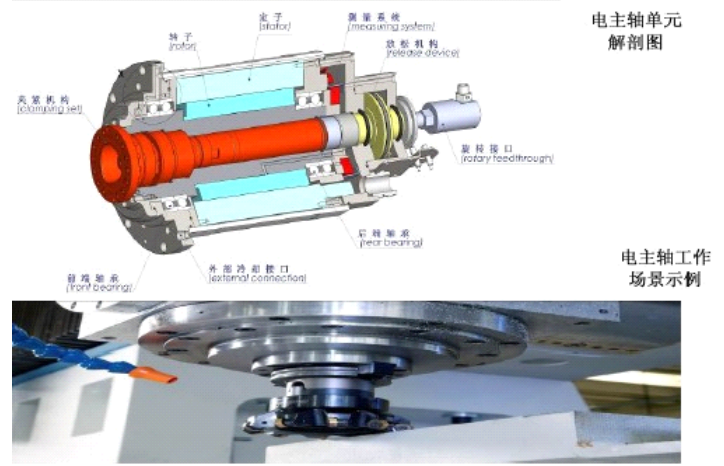
机床领域：电主轴或将成为公司另一看点

- 2011 年 1 月，公司与 DVS 亚洲有限公司合资设立沈阳威马精密机械有限公司，合资公司将主要生产高端数控机床及电主轴单元。
- 我国目前已成为全球机床大国，但机床产品结构问题日渐凸显。我国国产机床大多为技术含量不高的中低端产品，高档数控机床仍大量进口。此外，机床进口单价总体呈逐年增长趋势，显示我国高档数控机床的需求缺口仍很大。

图表22：机床进口单价总体呈逐年增长趋势（万元/台）



图表23：电主轴：数控机床领域三大高新技术之一



来源：中国机床工具工业年鉴，招股说明书，国金证券研究所

- 数控机床主轴单元影响加工系统的精度、稳定性及应用范围电，对数控机床的工作性能起着决定性作用。电主轴由于取消了从主电动机到主轴之间一切中间的机械传动环节（如皮带、齿轮、离合器等），实现了主电动机与机床主轴的一体化，成为高端数控机床上应用的主流主轴单元，被公认为数控机床领域三大高新技术之一（电主轴系统、数控系统、进给系统）。
- 高端数控机床的发展是市场客观需求，行业机构调整和政策鼓励因素下的必然。我国机床数控化率逐步增长的态势在未来几年不会发生改变。而电主轴单元作为高端数控机床最常用的主轴形式，随着数控机床产量的增长，其市场规模预计也将迅速扩大。
- 在国内电主轴市场上，磨削用电主轴已部分实现国产化。但车削、铣削、加工中心等其他电主轴方面主要为国外电主轴供应商占据。
 - 国际知名品牌电主轴产品较国内产品的优势在于：功率大、转速高、扭矩大；采用高速高刚度轴承；精密加工与精密装配工艺水平高，产品精度高；配套控制系统水平高。
 - 电主轴国际供应商主要有德国 GMN、瑞士 IBAG、美国 SETCO、意大利 OMLET、FAEMAT、GAMFIOR、日本大隈等。
- 公司与国际领先的机床设备制造商 DVS 合资成立威马精密机械有限公司，针对中国市场开发电主轴单元和高端复合机床，预计明年开始逐步实现批量化生产。公司发展电主轴业务的优势为：
 - 国内电主轴企业具有天然的成本和售后服务优势，以磨削用电主轴为例，一旦国产电主轴达到或接近国际先进水平，将迅速占领国内市场。

- 公司在机床领域积累了丰富的人才和技术经验：公司管理层人员都有长期机床行业工作经验，并且在多年经营活动中，公司研发和应用了多项创新自动控制技术。
- 合作伙伴 DVC 是德国 DVS 集团的全资子公司。DVS 集团是领先的全球机床生产商，同时也是功能部件制造商，技术咨询及研发服务供应商。与 DVS 集团的共同合作将为公司搭建国际资源桥梁，进一步提升产品设计和制造能力。

公司竞争优势

- **技术研发优势：**工业自动控制为技术密集型行业，技术水平的高低直接影响公司的竞争能力，目前公司在自动控制基础技术和自动控制应用技术领域有较高水平。此外，公司部分核心技术人员具备多年机床行业从业经历，具备国内领先的机械设计水平。
 - 在自动控制基础技术领域，公司研发并掌握了多项先进的自动控制基础技术，使其在处理很多工业自动控制常见问题时有明显优势。在子午线轮胎成型机、冶金连续退火线自动控制系统、余热发电设施自动控制的生产设施等项目和技术上均达国内外先进水平。
 - 公司具备国内领先的机械设计水平，使公司能够将成熟自动控制应用技术转化成产品推向市场；公司全自动子午线轮胎成型机产品即完全自主设计而成，其中胎体接头单侧自动缝合装置等多项设计均为国内首创。
 - 公司 2005 年入选沈阳市首批高技术高成长性企业，2007 年被评为沈阳市“科技领航型企业”，并被认定为辽宁省高新技术企业。公司目前共拥有实用新型专利 17 项，软件著作权 16 项。
- **将自动控制应用技术产品化的发展模式：**公司凭借在自动控制技术应用领域强大的产品设计能力，将自动控制应用技术产品化、产业化，成功地将技术优势转化为经济效益。
 - 如果能够完成控制系统解决方案的设计、生产、集成和自动化设备的设计、生产、集成，即完成从自动控制技术到产品的整个流程，将使得公司拥有与各层面的竞争对手相比都突出的业务模式优势。
- **区位优势：**公司地处辽宁省沈阳市，沈阳是国家“一五”时期建立起来的以装备制造业为主导的老工业基地，工业基础雄厚，拥有大量技术熟练的产业工人。另一方面，沈阳地区装备制造及配套齐全，可帮助公司降低企业成本、缩短产品生产周期、提供质量相对稳定的外协件，提高企业综合竞争力。
- **客户资源优势：**公司在工业自动化控制行业经营多年，和许多国内知名企业建立了良好的合作关系，积累了充分的客户资源。优质客户资源有助于公司业务规模的扩大，良好的业绩积累也为公司开拓新客户提供了便利。

图表24: 公司的客户资源

类别	客户
轮胎行业	佳通轮胎（排名 1）、杭州中策（排名 2）、玲珑轮胎（排名 3）、固铂成山轮胎（排名 12）、山东永泰化工（排名 24）、金宇轮胎（排名 38）、山东万达宝通（排名 42）、江苏通用（排名 44）、浪马轮胎（排名 45）、鞍山轮胎（排名 51）、恒宇橡胶（排名 53）、大连轮胎（排名 55）、山东豪克（排名 58）、潍坊华东橡胶（排名 60）、皓宇橡胶、万鑫轮胎、新疆昆仑轮胎、中国化工橡胶、富宇蓝石轮胎、风轮轮胎、北京华中世通、方兴橡胶、八一轮胎、顺福昌橡塑
冶金、节能、机械行业	鞍山钢铁、本溪钢铁、吉林钢铁、凌源钢铁、包头钢铁、西宁特钢、北满特钢、齐齐哈尔锻钢、中冶东方工程技术有限公司、包头北雷高新技术开发有限公司、包头铝业、邯郸钢铁、中国第一重型机械（集团）有限责任公司、大连易世达新能源发展股份有限公司、神华包头煤化工有限公司、中冶京诚（营口）装备技术有限公司、中国兵器工业第 55 研究所、中信锦州铁合金股份有限公司、沈阳重机重矿机械设备有限公司，等等

来源：招股说明书，国金证券研究所

募投项目分析

- 公司本次募集资金投资项目将用于自动控制技术的应用领域，进一步增强公司综合竞争实力，提高公司盈利能力：一方面提升公司主导产品全自动子午线轮胎成型机的生产能力，以迅速扩大公司在国内轮胎成型机领域的市场份额；另一方面充分利用公司在冶金、节能自动控制领域多年的技术积累，推广耗能工业智能单元集成系统产品，扩大公司控制系统解决方案业务规模。
- 公司本次募集资金完全达产后，将年新增销售收入 372 百万元，年新增利润总额 112.70 百万元。

图表25: 募集资金投资项目

项目名称	投资额	建设期	固定资产投资总额	年折旧额
全自动子午线轮胎成型机产业化项目	181.5	18个月	133.86	9.4
耗能工业智能单元集成系统产业化项目	402.7	12个月	22.86	1.87
合计	221.77		162.72	11.27

来源：招股说明书，国金证券研究所

全自动子午线轮胎成型机产业化项目

- 公司目前拥有年产 30 台全自动子午线轮胎成型机的生产能力，报告期内成型机销量年复合增长率超过 100%。作为国内主要的子午线轮胎成型机供应商，公司现有成型机产能已不能满足快速增长的市场需求，急需扩大成型机产能。
- 本次募集资金投资项目建设后，公司将形成年产 100 套子午线轮胎成型机的生产能力，对公司公司进一步扩大业务规模、提高市场占有率，增强公司盈利能力有重大意义。

- 项目建设期为 18 个月，预计建成投产后第 1 年可达到设计生产能力的 60%，第 2 年 100% 达产。

耗能工业智能单元集成系统产业化项目

- 该项目是对公司自动控制技术优势的有机整合，而且创新性的引入了模块化的设计理念，是对公司现有控制系统解决方案业务的整合和提升，将进一步提高控制系统解决方案业务的综合技术水平，对于公司优化产品结构、提高控制系统解决方案业务综合竞争力有重要意义。
- 由于产能限制等原因，公司报告期内该产品销售范围主要在内蒙古及东北地区。由于公司耗能工业智能单元集成系统具备国际先进水平，具有显著的技术优势，随着公司重新调整销售布局，预计该产品可以销往全国市场。公司预计随着该产品销售范围的扩大，以及行业市场的快速增长，国内市场能够消化该项目新增产能。

图表26：全自动子午线轮胎成型机产业化项目

指标名称	单位	数值
年新增销售收入	百万元	287
年新增利润总额	百万元	91.5
投资收益率	%	43
投资回收期	年	4.9
内部收益率	%	34.4
盈亏平衡点	%	34.9

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表27：耗能工业智能单元集成系统产业化项目

指标名称	单位	数值
年新增销售收入	百万元	85
年新增利润总额	百万元	21.2
投资收益率	%	45.3
投资回收期	年	3.7
内部收益率	%	40.8
盈亏平衡点	%	35.9

估值和定价

- 我们预计公司 2012 年~2014 年年分别可实现销售收入 310、400 和 510 百万元，同比分别增长 31.6%、29.0%和 27.5%；可分别实现净利润 87、116 和 142 百万元，增发摊薄后每股收益分别为 1.455 元、1.927 元和 2.365 元。
- 参照可比公司软控股份，赛象科技，轴研科技等公司的估值情况，考虑到公司虽然目前成型机有很强的增长态势，但销售规模较小，面临在多领域发展的成长性和技术竞争的风险，我们预计公司合理目标价格区间为 25.3~27.5 元，对应 2011EPS 23~25 倍 PE；我们建议公司合理询价区间为 22.77~24.75 元，较合理价格折让 10%。

图表28：可比上市公司估值情况

代码	名称	2012-2-20 收盘价	最新市盈率 (PE,TTM)	预测市盈率 (PE,2011年)	预测市盈率 (PE,2012年)	预测市盈率 (PE,2013年)
002337	赛象科技	11.92	31.97	22.98	34.12	33.14
300161	华中数控	14.69	37.35	28.67	20.17	14.4
300024	机器人	19.83	44.51	29.76	27.01	19.4
002046	轴研科技	16.23	32.32	36.25	23.01	16.22
002073	软控股份	15.58	27.68	37.05	16.27	12.06
可比公司平均			34.766	30.942	24.116	19.044

来源：聚源数据，一致性预期国金证券研究所

风险提示

- 技术风险：公司所处行业属于技术密集型行业，保持技术的不断创新是公司持续成长的重要保障。尽管公司拥有从基础研究到应用创新的合理研发架构，并且每年研发投入超过营业收入的 5%，但若公司在技术上被竞争对手超越，公司将失去技术优势，公司竞争力将受到影响。

- 汽车行业增速下降风险：近十年轮胎及其成型机行业的快速成长主要受益于中国汽车制造业的崛起，但是从今起汽车销量增速下降的情况看，中国汽车行业有可能将要面临发展减缓，进而减低对轮胎成型机的需求。轮胎及轮胎成型机行业的波动会对公司收入和利润产生直接的影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	132	184	236	310	400	510
增长率		39.6%	28.1%	31.6%	29.0%	27.5%
主营业务成本	-79	-112	-140	-186	-243	-309
%销售收入	59.8%	61.1%	59.3%	60.2%	60.7%	60.6%
毛利	53	72	96	124	157	201
%销售收入	40.2%	38.9%	40.7%	39.8%	39.4%	39.4%
营业税金及附加	0	0	-3	-3	-4	-6
%销售收入	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-2	-6	-7	-9	-12	-15
%销售收入	1.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-13	-17	-20	-28	-36	-46
%销售收入	9.6%	9.3%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	38	48	67	83	105	134
%销售收入	29.2%	26.1%	28.4%	26.7%	26.3%	26.3%
财务费用	-1	-3	-3	3	8	9
%销售收入	0.8%	1.5%	1.3%	-1.1%	-2.0%	-1.7%
资产减值损失	-1	-2	-1	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	2	6	10
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	4.6%	6.1%
营业利润	37	44	62	87	119	152
营业利润率	27.8%	23.8%	26.4%	28.0%	29.7%	29.8%
营业外收支	2	7	11	11	11	11
税前利润	39	51	73	98	130	163
利润率	29.6%	27.7%	31.2%	31.6%	32.5%	32.0%
所得税	-5	-5	-7	-11	-14	-21
所得税率	12.3%	10.0%	10.1%	11.0%	11.0%	13.0%
净利润	34	46	66	87	116	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	46	66	87	116	142
净利率	26.0%	24.9%	28.0%	28.2%	28.9%	27.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	34	46	66	87	116	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	4	5	15	20	25
非经营收益	1	1	4	-11	-17	-21
营运资金变动	-8	-25	-32	-15	-27	-33
经营活动现金净流	30	26	43	76	92	113
资本开支	-9	-45	0	-142	-128	-44
投资	0	0	-3	-1	0	0
其他	0	0	0	2	6	10
投资活动现金净流	-9	-45	-3	-141	-122	-34
股权募资	0	0	0	437	-11	0
债权募资	10	45	-3	-67	0	1
其他	-1	-2	-4	-2	0	0
筹资活动现金净流	9	43	-7	368	-11	1
现金净流量	30	24	32	303	-41	80

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	38	61	111	414	373	453
应收款项	57	83	128	133	172	219
存货	55	40	47	56	72	92
其他流动资产	3	4	14	11	14	17
流动资产	153	187	299	614	631	782
%总资产	81.8%	70.8%	79.4%	73.9%	65.2%	68.1%
长期投资	0	0	3	4	3	3
固定资产	28	27	25	161	280	309
%总资产	15.2%	10.2%	6.7%	19.4%	29.0%	26.9%
无形资产	5	49	48	50	51	52
非流动资产	34	77	78	217	336	366
%总资产	18.2%	29.2%	20.6%	26.1%	34.8%	31.9%
资产总计	187	264	377	831	967	1,148
短期借款	20	66	64	0	0	0
应付款项	71	61	107	104	135	172
其他流动负债	9	1	4	3	4	5
流动负债	100	128	175	108	139	178
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	4	3	0	0	0
负债	100	131	178	108	139	179
普通股股东权益	87	133	199	724	828	970
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	187	264	377	831	967	1,148

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.570	0.763	1.100	1.455	1.927	2.365
每股净资产	2.903	2.952	4.420	12.058	13.799	16.164
每股经营现金净流	0.996	0.586	0.949	1.265	1.532	1.888
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	39.29%	34.45%	33.19%	12.06%	13.96%	14.63%
总资产收益率	18.27%	17.33%	17.51%	10.50%	11.95%	12.35%
投入资本收益率	31.47%	21.73%	22.82%	10.20%	11.29%	12.00%
增长率						
主营业务收入增长率	30.49%	39.57%	28.13%	31.60%	29.03%	27.50%
EBIT增长率	81.72%	25.04%	39.09%	24.02%	26.64%	27.51%
净利润增长率	73.69%	33.74%	44.25%	32.20%	32.46%	22.72%
总资产增长率	68.88%	41.00%	42.78%	120.43%	16.38%	18.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.1	101.4	100.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	217.7	153.0	112.5	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	71.8	49.8	36.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	78.7	53.7	39.2	129.9	172.6	152.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.21%	4.23%	-23.42%	-57.21%	-45.03%	-46.64%
EBIT利息保障倍数	35.0	17.9	21.3	-24.4	-12.9	-15.7
资产负债率	53.50%	49.69%	47.25%	12.95%	14.41%	15.56%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B