

## 新股报告

**机械行业**
**蓝英装备(300293)**
**发行价 24.8 元**
**承销商: 民生证券**
**新股研究简报**

### 发行上市资料

发行后总股本(万股)	6000
发行量(万股)	1500
发行日期	2.28

### 发行前财务数据

每股净资产(元)	4.42
净资产收益率(%)	7.7
资产负债率(%)	39.8
流动比率(倍)	1.71
速动比率(倍)	1.44
存货周转率	3.24

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

### 财报点评

## 轮胎成型机和自动控制技术行业领先者

### ● 投资要点

子午线轮胎成型机行业成长空间大,轮胎工厂自动化值得期待。综合考虑设备新增需求和更新需求,估计2010年我国子午线轮胎成型机市场需求大概为270-350套左右,2013年以后,我国子午线轮胎成型机的年市场需求超过500套。此外,公司正在积极开发的轮胎行业柔性工业物料自动输送系统打开公司横向拓展发展模式。

联手国际巨头、打造本土电主轴品牌生产基地。公司与德国DVS成立合资公司,迅速缩小与国际先进水平的技术差距,发挥自身优势,有望再次复制成型机的成功业务模式。

公司未来增长将主要来自:(1)工业装备与自动化系统是国家当前重点支持的,公司未来业务发展将受益于国家出台的相关产业扶持政策;(2)公司未来在其它行业应用其自动化产品,如能成功产业化,市场空间将扩大;(3)公司目前成型机产能紧张,随着公司本次募集资金投资项目投产后,有利于公司进一步扩大市场占有率,并且将大幅提高本公司部件加工与装配能力;(4)在研新产品将陆续投放市场。

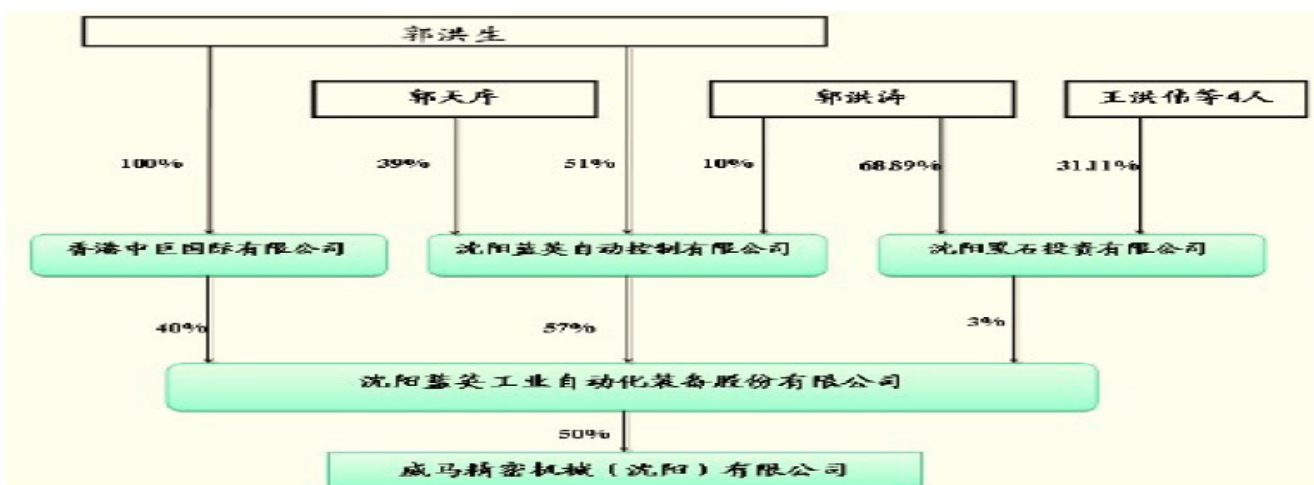
### ● 公司基本情况

公司前身为成立于2004年9月29日的沈阳蓝英工业自动化装备有限公司,2010年整体变更为股份有限公司。目前全自动子午线轮胎成型机产业化顺利,其利润占比超过80%,该产品主要应用于子午线轮胎的生产。此外,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。在冶金以及节能自动控制领域,公司部分自主开发的产品已达国际水平。

### ● 业绩预测

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	184	236	304	407	519
(+/-)%	40%	28%	29%	34%	28%
经营利润(EBIT)	48	67	82	111	138
(+/-)%	25%	39%	23%	35%	25%
净利润	46	66	86	118	147
(+/-)%	34%	44%	30%	38%	24%
每股净收益(元)	0.77	1.10	1.43	1.97	2.45
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

● 公司股本结构



● 公司主营业务构成情况

公司是国内从事自动控制技术开发与应用的高端装备制造企业，主营业务包括轮胎成型机和自动化系统集成业务，是国内目前能够同时提供控制系统解决方案层和自动化设备及生产线的综合服务供应商2008-2011年公司营业收入和利润CAGR 分别高达32.6%、49.7%，远高于同期行业竞争对手，成长性强。

公司主营业务收入主要来源于成型机和自动化系统集成销售。

国内汽车需求上升、轮胎子午化率的提升和公司的技术优势使得公司的轮胎成型机销售呈现高速增长态势（2009年-2010年该产品的销售收入增长率年均超过80%）。2011年，该产品受生产能力的制约，增速有所放缓，但仍是公司收入增长的主要来源。

2009年、2010年公司自动化系统集成收入呈现逐年下降的趋势（降幅均在12-14%之间）。主要是由于公司成型机销售规模迅速扩大，公司相当大的精力和人员投入到成型机的设计生产与调试服务中，占用了自动化系统集成产品的相当一部分产能。

由于轮胎成型机产业化顺利，其收入占比在过去几年持续上升（从2009年的53%上升至2011年的76%）。

结合行业及公司战略来看，我们预计未来几年成型机的占比仍将在50%以上，但占比将有所回落，长期来看成型机的占比很可能将降至50%以下。

● 公司竞争优势

**技术优势：**公司拥有先进的自动控制技术和领先的机械设计水平，这使得公司能够将自动控制技术应用向深层次拓展。公司研发中心被认定为省级企业技术中心，公司目前共拥有实用新型专利17项，软件著作权16项，还有5项实用新型专利申请已获得受理。

**业务模式优势：**公司具备雄厚的自动控制技术基础，强大的自动控制技术应用能力和产品设计能力，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，可以完成从自动控制技术到产品的整个流程，与各层面的竞争对手相比具有突出的业务模式优势。

**广泛的客户资源：**公司具有广泛、稳定的客户基础。除轮胎行业客户面较广外，公司还涉及冶金、节能、机床等其它机械行业。

● 行业情况

工业自动控制在轮胎行业可应用于轮胎生产的各个环节。轮胎成型机作为轮胎生产线上的核心设备，是工业自动控制在轮胎行业的主要应用领域之一。结合我国轮胎行业现状，目前工业自动控制在轮胎行业最大的应用领域是子午线轮胎成型机和老旧成型机的自动控制系统解决方案。另外，随着我国工业领

域由单机自动化向工厂自动化（FA）的过渡，轮胎生产线物料运输自动控制系统解决方案正逐渐成为自动控制技术在轮胎行业的新兴应用领域。

自上世纪九十年代以来，全球汽车工业进入成熟期，全球汽车产量及汽车保有量在较长时间内保持稳定增长。因此，全球轮胎需求量将在相当长时间内保持持续稳定增长。随着全球轮胎产业的“东移”以及我国汽车产销量快速增长，我国轮胎产量占全球轮胎产量的比重将持续扩大，未来较长时间内，我国轮胎产量增速将高于全球轮胎行业平均增速。我国轮胎需求量的增长取决于国内汽车产量增长、国内汽车保有量增长和出口增长，2006-2010年得益于我国汽车市场的蓬勃发展，我国子午线轮胎年复合增长率接近20%。

## ● 上下游情况

本行业的上游行业是自动化元件制造业。上游行业的技术进步、成本降低可促进本行业产品应用技术的发展、应用领域的拓展和业务成本的降低。上游行业产品价格提高将导致本行业业务成本上升，但由于本行业属于技术密集型行业，技术附加值能够为下游用户认可，行业内企业拥有相当的议价能力，能够将上游产品价格上涨传导到下游用户。

轮胎、冶金、节能、机床等自动控制技术应用领域为本行业的下游行业。下游行业的产品升级、技术改造、产能扩大等投资行为将直接影响对本行业产品的需求。但若宏观经济环境发生不利变化，影响下游行业景气程度，其对本行业产品的需求将减少。

## ● 成本毛利分析

近年来，尽管受到产能、资金和人员限制，公司营业收入和利润仍高速增长。2008-2011年营业收入分别为10,094.11万元、13,172.11万元、18,383.87万元、23,555.42万元，2011年同比增长28.1%，四年CGAR(复合增速)为32.6%；2008-2011年净利润分别为1,970.23万元、3,422.12、4,576.64万元、6,602.46万元，2011年同比增长44.2%，四年CGAR为49.7%。

公司营业收入和营业利润主要来源于子午线成型机和自动化系统集成销售，2008-2011年，合计产生的销售收入占公司总营业收入的比重分别为91.6%、94.1%和95.6%，合计产生的营业利润占公司总毛利比重分别为96.5%、97.4%、97.9%。

近年来，受益于国内汽车工业的高速发展、轮胎子午化率的迅速提高、加之公司领先的自动化控制技术和制造工艺优势，公司成型机销售呈现高速增长的态势，2009和2010年销售收入增长率均超过80%，2011年，受产能制约，增速有所放缓，但同比仍然增加了38.7%，目前在手订单数量约为33套。成型机销售收入占公司营业收入的比重，也从2009年的52.7%增加到2011年的75.4%，成为公司收入的主要来源。

相对于轮胎成型机的高速发展，2009、2010年公司自动化系统集成收入却呈现逐年下降的趋势，其中2009、2010年分别同比下降13.2%、12.2%，主要原因是近年来公司成型机销售规模迅速扩大，公司相当大的精力和人员投入到成型机的设计生产与调试服务中，占用了自动化系统集成产品的相当一部分产能。2011年，伴随成型机生产能力的饱和，公司自动化系统集成收入同比上升5.96%。

公司主要产品轮胎成型机和自动化系统集成产品专业化强、技术含金量高，因而毛利率和净利率较高，2011年分别为40.7%、28.0%。尽管2010年、2011年的成型机价格较2009年有所下降，但毛利率依然稳中有升，主要原因是成型机材料成本占营业成本的比例始终维持在90%左右，近年来订单数量的增加以及同一客户订单规模的扩大使公司在采购原材料尤其是外协加工时可以获得更为优惠的价格，单台成型机制造费用也呈下降趋势。而公司自动化系统集成产品采用成本加成定价方式，适当的价格调整和成本估算的合理差异导致自动化系统集成产品综合毛利率在合理范围内存在小幅波动。随着公司轮胎成型机销售规模的扩大、研发费用的上升、银行借款的增加，公司三项期间费用也呈逐年上升的趋势，但各项费用率总体保持平稳波动，2011年三项期间费用率合计为12.6%，其中管理费用占比最大，约为8.3%。

## ● 募资项目分析

公司此次募集资金拟投资全自动子午线轮胎成型机产业化项目和耗能工业智能单元集成系统产业化项目。

募集资金投资项目投产后，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。

项目名称	投资额（万元）	建设期	现有产能（套）	达产后新增产能（套）
全自动子午线轮胎成型机产业化项目	18,150	18 个月	30	70
耗能工业智能单元集成系统产业化项目	4,027	12 个月		100
合计	22,177		30	170

## ● 主要风险

行业风险：下游目前主要为汽车轮胎生产企业，其需求呈一定的周期性。

下游行业拓展的风险：公司在机床等其它行业能否实现自动化产品的产业化有一定不确定性

优惠税率变动风险：公司目前税收优惠占净利润比重偏高，如果优惠税率变动会给业绩带来波动。

## ● 估值

预计公司12、13、14年完全摊薄EPS为1.51元、2.04元和2.54元，通过对比同类公司软控科技、机器人、轴研科技、华中数控、豪迈科技和智云股份2012 年PE，给予公司2012 年17-21 倍PE 估值，合理价格为25.67-31.71元。

## ● 参考资料清单

《蓝英装备招股说明书》

安信证券《自动化控制应用行业潜在市场巨大》

申银万国《以自动化为基础的高端设备制造企业》

## 免责声明及风险提示

上述内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有，未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**郑重提醒：股市有风险，投资需谨慎！**

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址：广州市天河北路28号时代广场东座701

电话：95536（交易委托、7×12小时业务咨询热线）、020-38908540（质量监控）

国信证券鑫网：[www.guosen.com.cn](http://www.guosen.com.cn)

金太阳手机网址：[wap.guosen.cn](http://wap.guosen.cn)