

蓄势之后有望打开新局面

——蓝英装备（300293）调研快报

2014年09月04日

强烈推荐/首次

蓝英装备

调研快报

关注 1：智能机械装备和自动化系统集成两大传统主业增势迅猛

1) **智能机械装备业务 14 年有望同比翻番。**公司的智能机械装备主要是轮胎成型机，包括全钢丝一次法成型机（轻卡型、载重型、全自动型）、半钢乘用车子午线轮胎一次法成型机、半钢两鼓全自动胎圈热贴合机、全钢四鼓全自动胎圈热贴合机、全自动胎面集装张、压排气线装置等设备。公司的轮胎成型机具有轮胎成型精度高、轮胎一致性好、生产效率高、更换规格速度快、维护方便、产出轮胎外形标准美观、钢丝胶料分布均匀、动平衡性能好等特点。由于公司核心零部件自给，公司产品在市场上具有很强的成本优势，毛利率也远高于竞争对手。此外，公司利用在轮胎设备自动控制领域的技术优势和客户资源优势，研发用于轮胎行业的“柔性工业物料输送系统”，在公司轮胎成型机客户中推广，并努力开发新客户。

14 上半年智能机械装备实现营收 1.27 亿元，同比增长 112.83%。主要原因是今年轮胎行业景气较高，轮胎企业改造生产线比较多，市场需求回升。与此同时，公司轮胎成型机新增产能释放，今年上半年大约销售 30 套，预计全年销售 60 套，同比翻番。我们预计 15-16 年销量分别为 85 套、100 套，分别同比增长 42%、18%。

2) **电气自动化系统集成延续高增长态势。**电气自动化系统集成是公司的传统优势业务，主要提供冶金、石化油气、电力、水处理行业的自动化控制系统。13 年自动化集成系统实现收入 8504.22 万元，同比增长 55.30%，14 上半年实现收入 6323.25 万元，同比增长 14.07%，延续了增长的态势。预计随着 9 月底募投项目“耗能工业智能单元集成系统产业化项目”的建成投产，预计 14 年将实现高速增长。15-16 年均处于产能快速释放期。

关注 2：智慧城市：城市管廊建设方兴未艾，多领域布局可期

智慧城市的范围很广，2012 年以来公司已经取得城市综合管廊建设和城市污水处理建设项目。未来公司将提供电力、水资源管理、交通、安全、管理及医疗卫生等六个领域解决方案，将城市运行的各个核心系统整合起来，为公司在城市智能化创新领域的进一步发展奠定坚实基础。对智能化城市产业链中的各个领域，如：安防、消防、节能减排、再生资源等进行全面布局。经营模式上，公司将建立“全系列产品供应+融资建设模式+个性化解决方案+区域战略合作伙伴施工+银行或信托公司应收帐款买断业务+后期综合运营

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

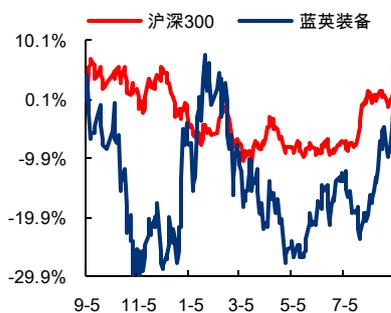
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间（元）	15.76-22.45
总市值（亿元）	42.55
流通市值（亿元）	10.64
总股本/流通 A 股（万股）	27000/6750
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.86

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

服务与维保”这种“一站式”商业模式。

1) **公司浑南新城管廊系统二期建设延期，但正有序推进。**公司在2012年8月中标沈阳浑南新城综合管廊系统一期接续及二期建设项目，合计26.2公里，总金额10.75亿元。一期接续建设项目21.1公里已于2013年10月底前全部完成并交付，2012年-2014H分别结转确认收2.58亿元、5.93亿元、6250万元，剩余1.6亿元。公司与政府协商对一期接续及二期建设项目分开支付、结算，达成分别进入回购期。二期工程项目约5公里，目前剩余约3.5公里，各政府部门将联合完成征地拆迁工作，确保二期建设在2014年具备完全施工条件，预计二期建设项目在2015年度交付。目前的运营模式给公司带来了较大的资金压力，并对公司其他业务领域的拓展造成障碍，我们认为地方政府有动力通过低成本发债融资尽快完成回购，此举有助于缓解公司的困境。此外，在未来的类似项目上，公司可能调整策略，通过引入第三方减少银行贷款，改善现金流。

2) **城市综合管廊建设“方兴未艾”，政策规划落地，近三年市场规模近千亿元。**今年以来，国务院相继出台的《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》、《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》对城市地下管线建设和城市综合管廊模式进行了部署，为各地地下管线建设提供了方向。

表 1:城市地下管线建设和城市综合管廊模式政策规划

时间	发文单位	政策规划	与城市综合管廊相关内容
2014年3月	国务院	《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》	统筹电力、通信、给排水、供热、燃气等地下管网建设，推行城市综合管廊，新建城市主干道路、城市新区、各类园区应实行城市地下管网综合管廊模式。
2014年6月	国务院办公厅	《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》	总目标：2015年底前，完成城市地下管线普查，建立综合管理信息系统，编制完成地下管线综合规划。力争用5年时间，完成城市地下老旧管网改造，将管网漏失率控制在国家标准以内，显著降低管网事故率，避免重大事故发生。用10年左右时间，建成较为完善的城市地下管线体系，使地下管线建设管理水平能够适应经济社会发展需要，应急防灾能力大幅提升。将统筹安排管线工程建设，力争一次敷设到位。稳步推进城市地下综合管廊建设。在36个大中城市开展地下综合管廊试点工程，探索投融资、建设维护、定价收费、运营管理等模式，提高综合管廊建设管理水平。要求落实地方责任，树立正确的政绩观，纠正“重地上轻地下”、“重建设轻管理”、“重使用轻维护”等错误观念。

资料来源：东兴证券研究所

上述政策出台后，各地先后出台了落实城市地下管线建设指导意见的具体规划或指引。如山东、四川、广东等地相继出台了推进城市地下综合管廊建设的规划。我们预计近三年全国城市管廊建设需求将超过2000公里，按照每公里造价4100万元计算，全国市场容量近千亿元，看五到十年的话市场容量更加庞大。公司通过浑南项目积累了经验，后续有望进一步获得新项目，给公司提供很强的业绩弹性。

表 2:地方城市管廊规划或指引

地方	时间	主要内容
山东	2014年6月	到2015年底，城市综合管廊长度将达到300公里以上，到2020年底达到800公里以上。（2013年存量约200公里）

四川	2014年9月	到2015年底，全省设市城市要完成地下管线普查，到2020年，县级以上城市和“百镇建设行动”试点镇完成地下老旧管网改造。将推进城市地下综合管廊建设试点，今年年底前，成都、自贡、绵阳、南充等4个城市先期启动地下综合管廊建设。到2017年底前，推动有条件的设市城市启动地下综合管廊建设。
广东	2014年9月	拟推动开展广东城市地下管线(包括城市地下管线综合管廊)的立法研究，明确部门职责，以建立城市地下管线综合管廊长效管理机制。广东省各地市均开展了城市地下管线综合管廊专项规划编制工作，一些城市开展了示范点建设。

资料来源：东兴证券研究所

3) 乐陵市西部新城污水处理项目进展快于预期。2013年9月，公司全资子公司蓝英智能与山东德州乐陵市污水处理厂就乐陵市西部新城污水处理项目签订了《乐陵市西部新城污水处理项目投资建设合同》。项目建设规模日处理污水2万立方米，配套管网总长度51.23千米乐陵污水处理项目9280.42万元，建设期到14年底。今年上半年已确认收入6121.24万元，预计全年可全部确认收入。

关注3：数字化工厂、精密机械仍在培育期，中长期将成为公司的重要增长动力

公司的这两项业务目前还处于培育期，短期看行业还存在标准化问题和高成本问题，但从中长期来看，随着中国制造业产业升级，两项业务均有很大的发展潜力。

1) 数字化工厂已取得订单突破，发展潜力巨大。“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。作为新型的制造系统，为制造商及其供应商提供了一个制造工艺信息平台，使企业能够对整个制造过程进行设计规划，模拟仿真和管理，并将制造信息及时地与相关部门、供应商共享，从而实现虚拟制造和并行工程，保障生产的顺利进行。“数字化工厂”在国外发达国家的高端制造业已成为流行趋势，被称为一场“工业新革命”。如美国国家航空航天局采用数字化工厂来仿真、分析太空船中的仪器在卫星飞行过程中环境的变化；波音公司采用数字化工厂大幅度降低飞机成本、缩短设计与制造时间、减少产品缺陷；宝马公司通过实施其降低产品开发及制造的总体成本，提高柔性化生产的能力；国内大众汽车、通用汽车等合资汽车制造企业也引用了这种制造模式。经过一段时间的培育，公司已经取得了订单的突破（14H收入721.75万元），虽然目前规模不大，但作为一种先进的制造系统该业务拥有极大的发展潜力。

2) 精密机械有望实现进口替代。公司的精密机械主要是高端数控机床和电主轴单元。我国高端数控机床大量依靠进口，数控机床电主轴应用比例不到10%，远低于发达国家的90%的应用比例。公司通过与德国DVS合资设立沈阳威马精密机械引进德国技术，在产品研发上取得突破，未来有望实现进口替代。

结论：

公司传统两大主业智能机械装备和自动化系统集成增势迅猛，智慧城市业务虽因收入确认节奏导致业绩波动较大，但庞大的市场空间给公司提供很强的业绩弹性，正在培育的数字化工厂、高端机床、电主轴业务为公司未来提供了成长动力。公司14年处于蓄势阶段，在解决完募集资金使用和管廊项目资金占用问题后，公司有望在后续业务开展和资本运作上打开新的局面。我们预计公司14-16年每股收益分别为0.42元、0.60元、0.76元，对应动态市盈率分别为38倍、28倍、21倍。首次给予“强烈推荐”的投资评级。给予15年35倍PE，目标价21元。

表 3:分项盈利预测（万元）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
智能机械装备						
营业收入	17,750.43	14,852.99	13,204.27	25,800.00	36,550.00	43,000.00
YOY		-16.32%	-11.10%	95.39%	41.67%	17.65%
毛利率	44.34%	43.42%	42.71%	44.60%	44.60%	44.60%
营收占比	75.47%	31.02%	15.93%	37.35%	37.73%	34.79%
智慧城市						
营业收入		25,817.86	59,283.17	25,491.76	33,649.13	44,753.34
YOY			129.62%	-57.00%	32.00%	33.00%
毛利率		19.48%	23.09%	27.00%	25.00%	25.00%
营收占比		53.92%	71.53%	36.90%	34.73%	36.21%
电气自动化及集成						
营业收入	4,763.56	5,475.73	8,504.22	16,583.23	24,874.84	32,337.30
YOY		14.95%	55.31%	95.00%	50.00%	30.00%
毛利率	32.10%	30.32%	23.53%	21.00%	21.00%	21.00%
营收占比	20.25%	11.44%	10.26%	24.01%	25.68%	26.16%
数字化工厂						
营业收入				1,200.00	1,800.00	3,500.00
YOY					50.00%	50.00%
毛利率				35.00%	35.00%	35.00%
营收占比				1.74%	1.86%	2.83%
合计收入	23,519.42	47,882.59	82,877.97	69,074.99	96,873.97	123,590.64
YOY		103.59%	73.09%	-16.65%	40.24%	27.58%
毛利	9,556.19	13,444.96	21,816.27	22,292.05	30,567.30	38,382.17
综合毛利率	40.63%	28.08%	26.32%	32.27%	31.55%	31.06%

资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	946	1,184	1,168	1,269	1,411	营业收入	479	829	691	969	1,236
货币资金	254	304	818	829	875	营业成本	344	611	468	663	852
应收账款	123	195	161	212	271	营业税金及附加	4	6	5	7	9
其他应收款	4	7	6	8	10	营业费用	9	12	10	14	17
预付款项	194	93	93	93	93	管理费用	26	42	41	53	68
存货	72	60	45	64	82	财务费用	2	30	31	33	35
其他流动资产	2	3	3	3	3	资产减值损失	4	10	6	7	8
非流动资产合计	114	514	216	248	277	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	24	67	156	192	224	营业利润	89	118	130	192	247
无形资产	47	46	44	43	41	营业外收入	18	13	15	15	15
其他非流动资产	3	1	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1,060	1,699	1,384	1,517	1,688	利润总额	107	131	145	207	262
流动负债合计	429	988	150	222	277	所得税	19	30	32	46	58
短期借款	290	637	0	0	0	净利润	88	101	113	162	204
应付账款	68	235	90	127	163	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	7	16	16	16	16	归属母公司净利润	88	101	113	162	204
一年内到期的非流	0	1	0	0	0	EBITDA	95	152	174	241	301
非流动负债合计	13	10	10	10	10	10BPS (元)	1.02	0.56	0.42	0.60	0.76
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	442	998	160	232	287	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	103.28%	73.09%	-16.65%	40.24%	27.58%
实收资本 (或股本)	90	180	270	270	270	营业利润增长	43.58%	31.55%	10.52%	47.73%	28.55%
资本公积	339	249	550	550	550	归属于母公司净利润	33.53%	14.98%	11.61%	42.80%	26.48%
未分配利润	172	254	321	418	541	获利能力					
归属母公司股东权	617	700	1,171	1,284	1,427	毛利率 (%)	28.08%	26.29%	32.27%	31.55%	31.06%
负债和所有者权益	1,060	1,699	1,331	1,516	1,714	净利率 (%)	18.41%	12.22%	16.38%	16.68%	16.53%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	8.32%	5.97%	8.18%	10.65%	12.11%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	14.29%	14.48%	9.67%	12.59%	14.32%
经营活动现金流	-371	-278	80	150	200	偿债能力					
净利润	88	101	113	162	204	资产负债率 (%)	42%	59%	12%	15%	17%
折旧摊销	3	4	13	16	20	流动比率	2.20	1.20	7.76	5.72	5.10
财务费用	2	30	31	33	35	速动比率	2.04	1.14	7.47	5.43	4.80
应收账款减少	-54	-71	34	-51	-59	营运能力					
预收帐款增加	-38	9	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.60	0.46	0.68	0.77
投资活动现金流	-30	-17	746	-57	-58	应收账款周转率	4.97	5.21	3.88	5.19	5.12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.60	5.48	4.25	8.93	8.51
长期股权投资减少	-258	-593	851	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.02	0.56	0.42	0.60	0.76
筹资活动现金流	549	277	-313	-81	-96	每股净现金流 (最新)	1.65	-0.10	1.90	0.04	0.17
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	6.85	3.89	4.34	4.75	5.28
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	45	90	90	0	0	P/E	15.59	28.39	37.94	26.57	21.01
资本公积增加	297	-90	301	0	0	P/B	2.32	4.09	3.67	3.34	3.01
现金净增加额	149	-18	513	12	46	EV/EBITDA	15.48	21.05	19.98	14.35	11.34

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。