

研究所
证券分析师：后立尧 S0350513020001
010-88576088 houly@gzhq.com.cn

三季度环比好转，现金流大幅改善

——蓝英装备(300293)点评报告

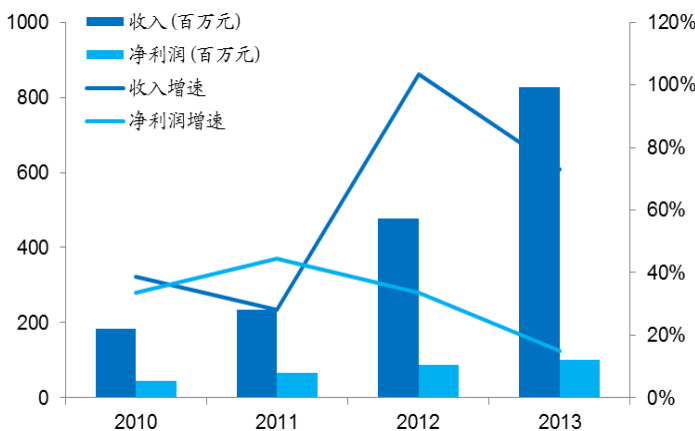
事件：公司公告2014年前三季度净利润下滑13.7%，三季度单季度增长3.1%。

评论：

三季度业绩环比好转，经营性现金流大幅增长，管廊项目回款慢但一定会收回。2014年前三季度收入同比下降18.6%，净利润下降13.7%，主要原因是2014年上半年沈阳市浑南新城综合管廊工程建设项目收入确认延后，因此公司前三季度整体利润有所下降，但管廊项目从10月起就开始回款，根据协议本月政府应支付2.64亿元。公司第三季度收入与利润较同比分别增长4.1%和3.1%，环比改善明显。另外，2014年前三季度公司经营性现金流净额为9793.6万元，同比增长150.9%。说明公司由收入导向变为现金流导向的策略取得了效果。

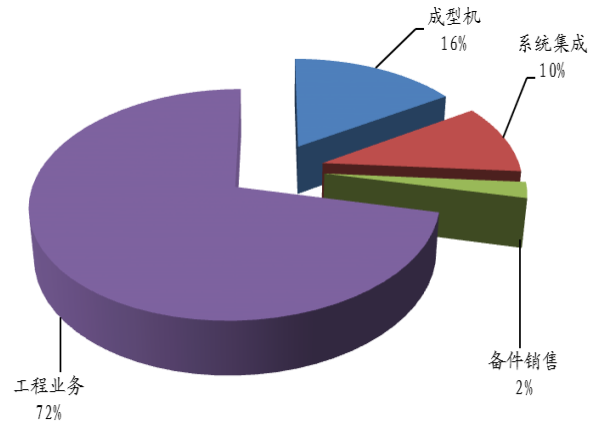
公司打造三大主业：智慧城市、智能装备、系统集成。公司董事长技术出身，最早在沈阳机床研究院，后来给西门子代理起家，接着进入冶金、电力、市政等自动化系统集成领域，又从轮胎自动化系统集成进入轮胎成型机制造。公司传统主业是轮胎成型机，2012年成立两个子公司做智慧城市、工厂自动化业务，形成了智慧城市、智能装备、系统集成3大主业。公司未来三年内的产品发展计划包括：①高端轮胎成型机；②耗能工业智能单元集成系统；③柔性工业物料输送系统；④高端数控机床及电主轴单元；⑤自动化专用设备（或生产线）电控系统解决方案；⑥智慧城市系统解决方案等。公司2012年完成业务布局，12、13年收入增速分别高达103%、73%，14年由于政府管廊项目资金到位问题，拖累了公司业绩，从15年开始公司重新走到快速发展期，预测15年后公司每年将保持30%左右的净利润增速。

图 1、2010-2013 年营业收入与净利润



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2、2013 年各项业务收入占比



资料来源：wind、国海证券研究所

业务一：智能装备业务：公司的智能装备包括机专机（成型机，机械事业部）、电力自动化（配电、仪表）。

(1).轮胎成型设备: 公司06年进入轮胎成型机市场,公司多做商用车,13年开始做半钢胎。竞争对手是软控股份、赛象科技,公司只做最核心的部分。目前国内子午线轮胎成型机市场年需求量约500套,软控销量约100套,蓝英装备约60套。预计13年销量约60套。公司目前成型机产品为全钢一次成型机,均价大概 500 多万,国内半钢子午线轮胎成型机主要依靠进口,蓝英装备在研的半钢成型机预计均价 500 多万,毛利率和全钢的差不多。从市场需求来看主要来自增量市场和存量市场更新需求。从新增市场来看,客户在经历了2011-2012年低迷期之后,随着汽车销量好转和保有量增加,下游客户2013年开始扩充产能,公司订单也随之增多。从更新市场来看,目前我国轮胎成型机市场保有量在 2000 多台,多是 2003 年后购置的,全钢和半钢比例大概 1:1左右,轮胎成型机寿命10年左右,更新需求已开始释放。

(2).电力自动化: 公司自动化项目还涉及到冶金、节能、市政、地铁等领域。电力做发电+输送电自动化,13年公司电力行业收入将数倍增长。水处理方面公司主要做市政、净水、污水处理中的三电及自动化改造。冶金行业公司主要做节能环保型加热炉控制系统等。

(3).参股进军机床电主轴市场: 公司与德国 DVS 合作成立联营公司,主要生产高端数控机床及电主轴单元,国内年需求量约 1 万根。未来电主轴替代人工及皮带业务前景广阔。

业务二: 智慧城市: 管廊项目具备先发优势, 回款没有风险: 公司对智能化城市产业链中的安防、消防、节能减排、再生资源等进行全面布局。公司 12 年以 BT 方式中标沈阳管廊项目,合同总金额约为 11 亿,管廊项目适合新城区建设,老城市做成本高。长期来看,管廊可以节省土地,经济效益显著。根据公司 9 月披露的补充协议,管廊一期已于 2013 年 10 月底完成交付进入回购期,2014/10、2015/10 和 2016/10 月分别支付 2.64/2.85/2.71 亿元;二期将于 2015 年 6 月进入回购期,剩余约 2.6 亿元分三年支付。另外,公司 10 月公告发行 2.6 亿公司债获批,将为公司管廊项目提供一定资金支持。受部分地段征地、拆迁等前期工作影响鉴于甲方前期工作原因,导致管廊二期的建设期间延长。经合同各方确定管廊二期的建设期自 2012/10-2015/6,管廊二期的回购期自 2015/6-2018/6,管廊二期的回购价款支付时间分别为 2016/6、2017/6、2018/6 月。我们判断公司凭借项目经验后续可能接到其他城市管廊项目订单。

业务三: 系统集成(工厂数字化): 数字化提升管理效率, 卖的是设备+管理: 工厂自动化经历了 3 个阶段: 单机-连线-车间自动化。之前公司一台成型机 600 万,10 台卖 6000 万,现在让客户加 1000 万把数字化车间改造。公司的理念是“通过数字化把各生产流程数字表现出来,有助于优化流程、提高绩效,并激发出工人的工作积极性”。对客户来说不仅可以提高生产效率,还能减少管理费用。今年公司数字化工厂业务发展很快,1 个工厂的 1 个车间改造收费就几千万。公司做好数字化工厂有三大优势: 行业知名度、工艺熟(工艺改造、固化)、IT 工人。

投资建议: 预计公司 14/15/16 年 EPS 为 0.33/0.45/0.59 元,对应 PE 为 45/31/24 倍,给予“增持”评级。

表 1、蓝英装备盈利预测

| | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 829 | 710 | 907 | 1,133 |
| (+/-%) | 73.1% | -14.4% | 27.7% | 25.0% |
| 净利润(百万元) | 101 | 90 | 125 | 162 |
| (+/-%) | 15.0% | -11.1% | 39.0% | 29.7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38 | 0.33 | 0.46 | 0.60 |

资料来源: Wind,国海证券研究所

风险提示: 1.传统业务竞争加剧, 毛利率下滑。2.管廊项目收入继续延迟, 拖累公司业绩。

【分析师承诺】

后立尧，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。