

机械装备

2014年10月20日

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

报告原因：有新的信息需要补充

买入

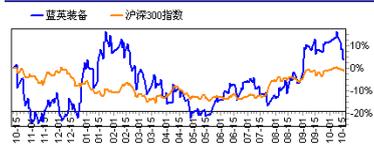
维持

| 市场数据： 2014年10月17日 | |
|-------------------|------------|
| 收盘价(元) | 15.12 |
| 一年内最高/最低(元) | 24.58/12.9 |
| 上证指数/深证成指 | 2341/8152 |
| 市净率 | 3.8 |
| 息率(分红/股价) | 0.66 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1021 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2014年06月30日 | |
|-------------------|--------|
| 每股净资产(元) | 4.03 |
| 资产负债率% | 59.78 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 270/68 |
| 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)——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

《蓝英装备(300293)——综合管廊一二期回款时间确定，年内新接项目可期，维持“买入”》 2014/09/23

《蓝英装备(300293)公司深度——基于自动化技术为核心的智能装备和智慧城市方案提供商，买入》

2014/02/27

证券分析师

赵隆隆 A0230511070002
zhaoll@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818x7372
bopt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

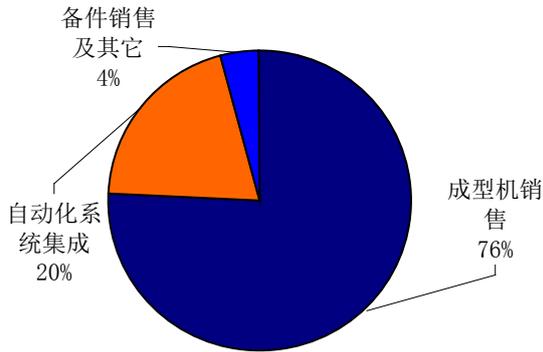
| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 |
|--------|------|-----|-----|-----|------|------|--------|-----|
| 2013A | 829 | 73 | 101 | 15 | 0.38 | 26.3 | 14 | 40 |
| 2014H1 | 322 | -25 | 43 | -17 | 0.16 | 33.3 | 6 | - |
| 2014E | 709 | -14 | 110 | 9 | 0.41 | 30.0 | 13 | 37 |
| 2015E | 1067 | 50 | 159 | 44 | 0.59 | 28.9 | 16 | 25 |
| 2016E | 1412 | 32 | 205 | 29 | 0.76 | 28.6 | 17 | 20 |

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；

投资要点：

- **住建部重申城市新区建设综合管廊的重要性，强调资金问题的解决。**10月18日举办的全国城市基础设施经验交流会上，住建部部长陈政高强调：在城市新区建设综合管廊是解决“马路拉链”问题的重要途径，我国已计划用3年左右时间，在全国36个大中城市全面启动地下综合管廊试点工程。针对当前城市基础设施建设的资金问题，要进一步完善城市公用事业服务价格形成、调整和补偿机制，打破“玻璃门、弹簧门、旋转门”，吸引社会资本搞基础设施建设。同时，明确政府和企业的契约关系，努力培育一批大企业、名企业，进行连锁经营、专业化经营。
- **城市管廊潜在市场容量超 500 亿元，浑南项目具全国示范效应。**“计划用3年左右时间在全国36个大中城市全面启动地下综合管廊试点工程”最早是在2013年9月国务院发布的《关于加强城市基础设施建设的意见》中提出。我们仅按36个大中城市试点项目粗略测算，潜在市场需求至少在500亿元以上，目前已有多个城市（包头、呼和浩特、南宁、广州等）已经开始或计划建设。
- **蓝英装备拥有目前全国规模最大的沈阳浑南新区综合管廊建设经验（26公里，合同额 10.75 亿元），未来有望将在全国建设热潮中取得先机。**管廊一期已于2013年10月底完成交付进入回购期，2014、2015和2016年的10月31日政府分别支付2.64/2.85/2.71亿元，工程结算实际增加额另算；二期将于2015年6月30日进入回购期，剩余约2.6亿元分三年支付。市场对政府项目回款困难的质疑正在消除，资金的到位以及2.6亿公司债的发行获批也为公司未来新签项目提供基础。
- **维持盈利预测及买入评级。**我们维持公司2014年-2016年净利润1.1/1.59/2.05亿元的判断，EPS 0.41/0.59/0.76元。我们认为公司是基于自动化技术为核心的横跨高端装备制造、智慧城市和数字化工厂的优质企业，资金回笼的不确定性消除，公司债已获批，看好公司在新领域、新项目的扩张能力与速度，目前41亿的总市值成长空间巨大，维持“买入”评级。

图 1：公司 IPO 时主营业务以轮胎成型机为主 (2011)



资料来源：申万研究

图 2：公司生产的全自动子午线轮胎成型机



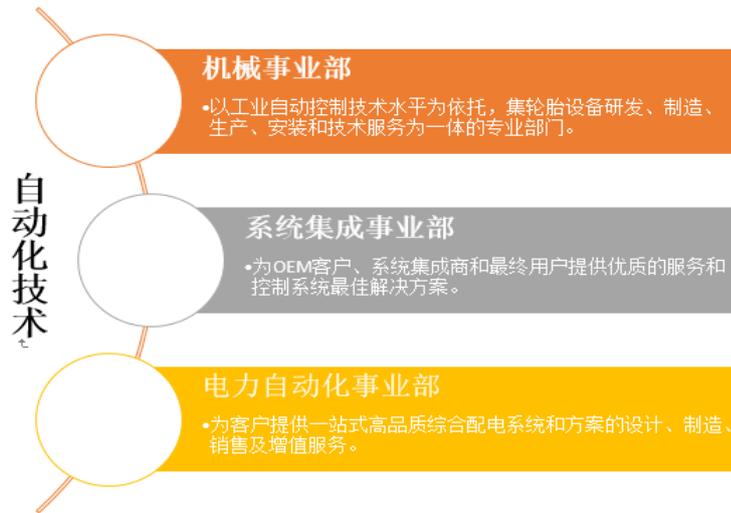
资料来源：招股说明书、申万研究

表 1：公司上市前客户主要集中在轮胎、冶金、机械等行业

| 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）、固珀成山轮胎（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 |

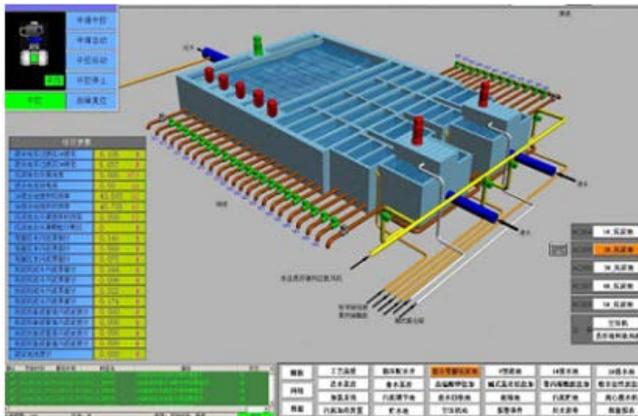
资料来源：公司资料、申万研究

图 3：公司已基于自动化技术将业务分为三大事业部管理



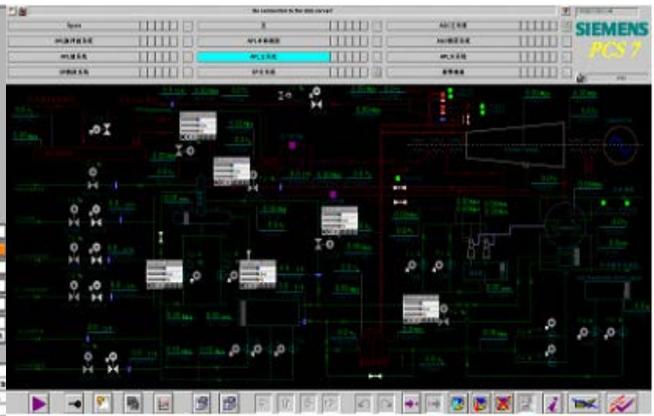
资料来源：申万研究

图 4：应用于市政净水的处理系统实现最优控制



资料来源：公司网站、申万研究

图 5：应用于电力领域的低温余热发电锅炉系统



资料来源：公司网站、申万研究

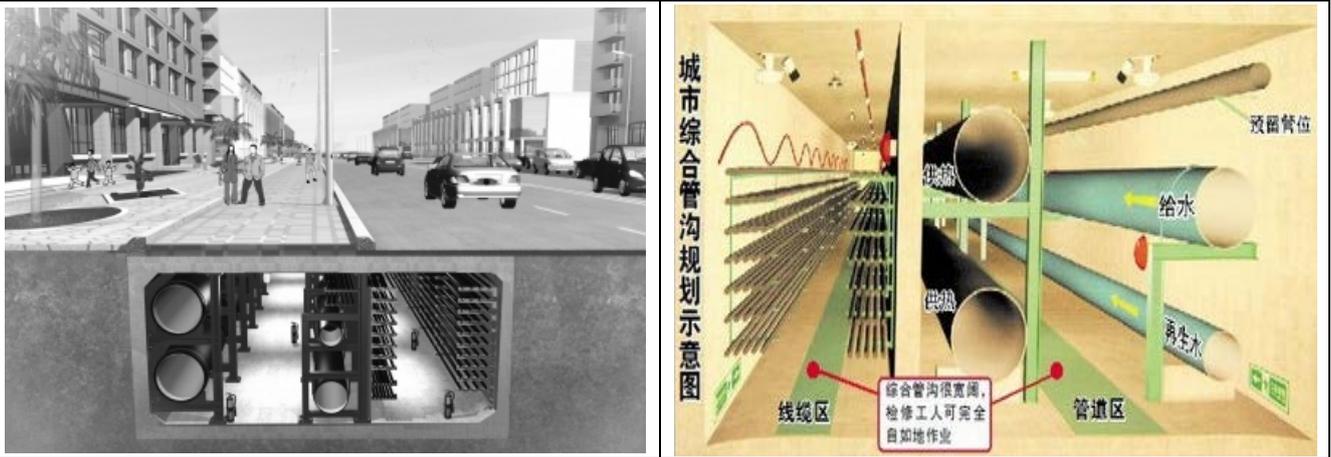
表 2：公司在自动控制基础技术和自动控制应用技术领域有较高水平

| 领域 | 具体技术 |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 自动控制基础技术 | <p>以自动控制理论为基础，以电子电力技术、传感器技术、计算机技术、网络与通信技术为主要工具</p> <p>主要包括带 Smith 预估控制的模糊控制技术、基于专家系统理论的控制技术、三冲量串级调节控制技术、射频识别 (RFID) 的工业应用技术、基于机器视觉的智能图像处理技术、基于 iMAP 分布式智能的工业软件封装技术、嵌入式多轴定位、同步和测量技术、基于 Trigg's 方法的趋势预测分析技术、电液伺服系统在线辨识技术、逆内模控制方法的建模数据技术等</p> |
| 自动控制技术应用领域 | <p>轮胎成型机</p> <p>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</p> <p>冶金自动控制领域</p> <p>如应用于冷轧退火环节环节的连续退火线运行控制技术、连续退火线线张力控制技术、连续退火线急停系统控制技术等达到国际先进水平</p> <p>节能设备自动控制领域</p> <p>公司自 2004 年起针对耗能工业中热交换技术进行开发，经数年积</p> |

| | |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 域 | 累，自主研发了基于软件模块封装的控制单元及与之相关联的热动力专家系统数据库，可用于热动力设备提高能源利用效率和余热发电控制系统 |
| 自动控制系统（集成） | 市政——集中供热、净水、污水处理、造纸——碳酸钙研磨系统、制药——VC 生产线系统 电力领域——余热发电、输煤程控系统、冶金——高炉炼铁、加热炉、转炉炼钢控制 汽车——转向节轴承装配质量实时监控系统、石油化工——油田注气站系统 |

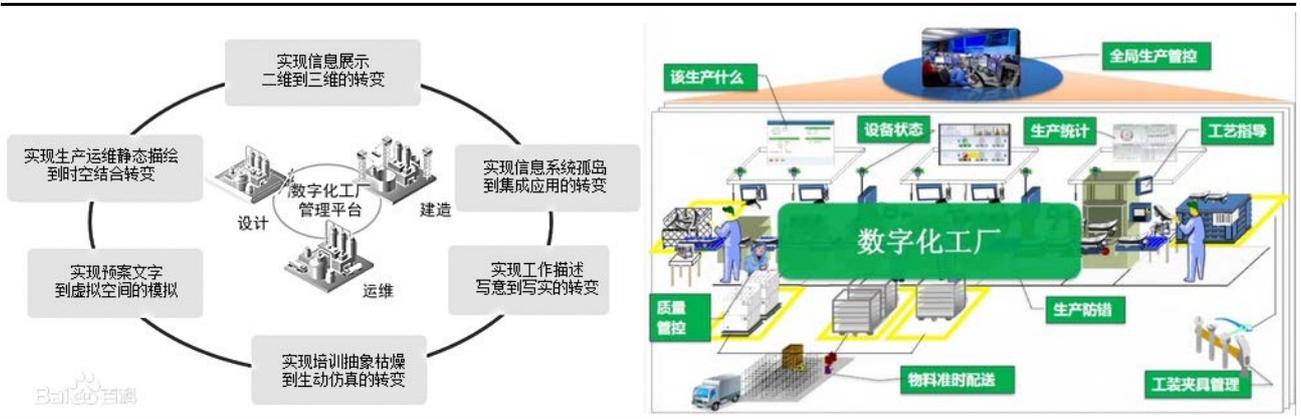
资料来源：公司网站、申万研究

图 6：城市综合管廊示意图



资料来源：百度图片、申万研究

图 7：数字化工厂提供了全面的制造过程管理



资料来源：网络资料、申万研究

表 3：分产品毛利分拆（单位：百万）

| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工程业务 | 收入 | | 258 | 593 | 320 | 580 | 800 |
| | 成本 | | 208 | 456 | 246 | 447 | 616 |
| | 毛利 | | 50 | 137 | 74 | 133 | 184 |
| | 毛利率 | | 19% | 23% | 23% | 23% | 23% |
| | 收入占比 | | 54% | 72% | 45% | 54% | 57% |
| | 毛利占比 | | 37% | 63% | 35% | 43% | 46% |
| 成型机等装备 | 收入 | 128 | 178 | 149 | 132 | 254 | 402 |
| | 成本 | 72 | 99 | 84 | 75 | 144 | 228 |
| | 毛利 | 56 | 79 | 64 | 57 | 110 | 174 |
| | 毛利率 | 44% | 44% | 43% | 43% | 43% | 43% |
| | 收入占比 | 70% | 75% | 31% | 16% | 36% | 30% |
| | 毛利占比 | 78% | 82% | 48% | 26% | 51% | 43% |
| 自动化系统集成 | 收入 | 45 | 48 | 55 | 85 | 110 | 170 |
| | 成本 | 31 | 32 | 38 | 66 | 85 | 104 |
| | 毛利 | 14 | 15 | 17 | 20 | 25 | 39 |
| | 毛利率 | 31% | 32% | 30% | 23% | 23% | 23% |
| | 收入占比 | 24% | 20% | 11% | 10% | 16% | 13% |
| | 毛利占比 | 19% | 16% | 12% | 9% | 12% | 10% |
| 备件销售及其它 | 收入 | 11 | 10 | 17 | 20 | 26 | 40 |
| | 成本 | 9 | 8 | 14 | 15 | 21 | 33 |
| | 毛利 | 2 | 2 | 3 | 5 | 5 | 7 |
| | 毛利率 | 16% | 16% | 18% | 25% | 18% | 18% |
| | 收入占比 | 6% | 4% | 4% | 2% | 4% | 3% |
| | 毛利占比 | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 合计 | 收入 | 184 | 236 | 479 | 829 | 709 | 1412 |
| | 成本 | 112 | 140 | 344 | 611 | 496 | 1008 |
| | 毛利 | 72 | 96 | 134 | 218 | 213 | 404 |
| | 综合毛利率 | 39% | 41% | 28% | 26% | 30% | 29% |

资料来源：申万研究

表 4：盈利预测（单位：百万）

| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入 | 184 | 236 | 479 | 829 | 709 | 1067 | 1412 |
| 营业收入 | 184 | 236 | 479 | 829 | 709 | 1067 | 1412 |
| 增速% | 40% | 28% | 103% | 73% | -14% | 50% | 32% |
| 二、营业总成本 | 140 | 173 | 389 | 389 | 581 | 876 | 1161 |
| 营业成本 | 112 | 140 | 344 | 611 | 496 | 759 | 1008 |
| 毛利率% | 39% | 41% | 28% | 26% | 30.0% | 28.9% | 28.6% |
| 营业税金及附加 | 0 | 3 | 4 | 6 | 5 | 8 | 10 |
| % | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 销售费用 | 6 | 7 | 9 | 12 | 10 | 15 | 20 |
| 占比% | 3% | 3% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 管理费用 | 17 | 20 | 26 | 42 | 36 | 54 | 72 |
| 占比% | 9% | 8% | 6% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 财务费用 | 3 | 3 | 2 | 30 | 25 | 32 | 42 |
| 占比% | 1% | 1% | 0% | 4% | 4% | 3% | 3% |
| 资产减值损失 | 1.55 | 1.41 | 4.34 | 10.32 | 8 | 8 | 8 |
| 四、营业利润 | 44 | 62 | 89 | 118 | 128 | 191 | 251 |
| 加：营业外收入 | 7 | 11 | 18 | 13 | 15 | 15 | 15 |
| 减：营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 五、利润总额 | 51 | 73 | 107 | 131 | 142 | 205 | 265 |
| 减：所得税 | 5 | 7 | 19 | 30 | 32 | 46 | 60 |
| 六、净利润 | 46 | 66 | 88 | 101 | 110 | 159 | 205 |
| 减：少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 净利润 | 46 | 66 | 88 | 101 | 110 | 159 | 205 |
| 净利润率% | 25% | 28% | 18% | 12% | 16% | 15% | 15% |
| 同比增长% | 34% | 44% | 34% | 15% | 9% | 44% | 29% |
| 七、每股收益（元）： | 0.17 | 0.24 | 0.33 | 0.38 | 0.41 | 0.59 | 0.76 |
| 总股本 | 27000 | 27000 | 27000 | 27000 | 27000 | 27000 | 27000 |

资料来源：申万研究

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。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。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、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

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。

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。

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。

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。