

机械行业

蓝科高新 (601798)

点评报告

评级： 增持 首次覆盖

收盘价 13.96

募投项目达产预计带来快速增长

基本数据

52 周最低/最高(元)	11.8-18.6
市盈率(x) ttm	36.28
市净率(x) lf	2.82
EV/EBITDA(x) lyr	22.27
总股本(亿)	3.20
流通 A 股(亿)	1.16
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	44.38
流通 A 股市值(亿元)	16.09
主要控股股东	中国机械工业集团有限公司
占总股本比重	57.8%

相对股价表现



相关研究

《蓝科高新：石化热交换装备的细分龙头》，2011-6-8

李项锋
机械行业研究小组
S0120511030002

研究助理

蔡奕
8621-68761616-8563
caiyi@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

投资要点：

- ❖ 2012年上半年，蓝科高新共实现销售收入3.54亿元，同比增长13.5%，营业利润7172万元，同比增长2.6%，归属母公司净利润6352万元，同比下滑0.9%。二季度，蓝科高新实现销售收入2.59亿元，同比增长20.6%，环比增长173.9%。营业利润6312万元，同比增长4.2%，归属母公司净利润5495万元，同比下滑0.8%。EBIT 6811.36万元，同比下滑1.8%，剥离非经常性损益后EBIT 6713万元，同比增长0.6%。
- ❖ 上半年销售收入3.54亿元，同比增长13.5%。其中，热交换产品实现销售收入23174万元，同比增长5.3%，球罐及容器技术产品3890万元，同比增长24.8%，检测分析及技术产品2682万元，同比增长26.9%，钻采设备2231万元，同比下滑32.7%。
- ❖ 预计蓝滨三期下半年将陆续投产，将有效缓解产能不足。根据上海蓝滨的规划，在建的重型石化及海洋石油工程装备项目、500吨起吊码头项目预计将在下半年陆续投入生产，2013年将全面投产，将有效扩大公司产能。电站空冷及石油钻采机械项目预计将在2013年下半年投产。预计到2014年，可新增实现销售收入11.9亿元，占2011年销售收入的159%，新增产能占市场需求5.99%。即将投产的500吨起吊码头，将为公司1.5万平方米大型板壳式换热器提供吊装和运输能力，公司届时将打开超大型板壳式换热器市场。
- ❖ 蓝科高新是海洋工程、LNG以及石化电力节能技术的领导者。作为科研院所为前身的蓝科高新，在海工、天然气以及石化节能领域都有长期的技术积累，同时也是行业的标准制定者，未来将显著受益于这些领域的发展，并保持较强的技术实力。
- ❖ 我们预计蓝科高新2012年至2014年的每股EPS为0.45，0.58和0.89元，对应的PE为31倍，24倍和16倍。我们预计2013年和2014年公司募投项目的达产将有效缓解公司产能的不足。相对于海工及LNG装备可比公司估值，给予“增持”评级。

主要财务指标

单价：百万元

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
营业收入	658	645	747	940	1389	2127
收入增幅(%)	19%	-2%	16%	26%	48%	53%
净利润	121	112	121	144	186	285
净利增幅(%)	71%	-7%	8%	19%	30%	54%
毛利率(%)	38%	39%	40%	39%	39%	39%
ROE(%)	28.1%	19.5%	11.1%	9%	10%	14%
期末 EPS(元)	0.54	0.47	0.43	0.45	0.58	0.89
PE(x)	0.0	0.0	35.6	31.5	24.3	15.8
PB(x)	0.0	0.0	2.7	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(x)	0.0	0.0	21.1	17.6	13.9	11.0

一、公司核心亮点

我们认为蓝科高新的核心亮点主要在于：

- 一、未来行业格局可能的变革者。蓝科高新的换热器技术，尤其其他的各类型板式热交换器技术未来可能改变传统行业的竞争格局，部分产品可能会引导大型换热装备行业的变迁。随着蓝科高新在板式承压以及防泄漏方面技术指标的不断提升和改进，未来可能给传统热交换行业带来重大影响和冲击。
- 二、无形资产有待重估。蓝科高新的前身是兰州石油机械研究所，有着相当雄厚的研发实力和技术储备。蓝科高新是多个石油炼化和钻采装备的行业标准制定者。同时，蓝科高新设计和制造了多个新中国第一台石油化工装备产品以及海洋平台上部设备产品，技术沉淀深厚。另外，公司的多个产品属于世界首创。我们认为，蓝科高新的创新能力具备较强的可持续性，其从兰州石油研究所继承的研发型单位的基因将为蓝科高新未来的发展提供持续动力。我们认为，蓝科高新的无形资产有待重估。
- 三、未来海洋石油平台的重要参与者。公司的油气水三相分离器市场占有率第一。其产品主要应用在海洋FPSO和海洋抽采平台上，不仅如此，蓝科高新还生产包括电脱盐装置、清管发射器和接收器、气体脱水装置、除砂器、排放罐等各类型海洋工程平台上部装备。随着公司ZJ50/3150LDB石油钻机的制造成功，公司同时拥有了石油钻机的设计和制造能力，未来有望进入海洋钻机领域，发挥行业重要的作用。
- 四、天然气及LNG领域的重要参与者，未来将显著受益于行业大发展。公司拥有球形储罐的研发、设计、制造、安装及监理的全套资质，是国内资质最强的公司。公司研制了亚洲最大的大连石化8000立方米液化石油气球罐工程，彰显出公司在行业内的领导位置。同时，蓝科高新雄厚的研发及设计背景，给予蓝科高新较强的可持续竞争实力。

我们长期十分看好蓝科高新未来在石化装备和海工领域的发展。

二、财务情况

2012年上半年，蓝科高新共实现销售收入3.54亿元，同比增长13.5%，营业利润7172万元，同比增长2.6%，归属母公司净利润6352万元，同比下滑0.9%。二季度，蓝科高新实现销售收入2.59亿元，同比增长20.6%，环比增长173.9%。营业利润6312万元，同比增长4.2%，归属母公司净利润5495万元，同比下滑0.8%。EBIT 6811.36万元，同比下滑1.8%，剥离非经常性损益后EBIT 6713万元，同比增长0.6%。

导致销售收入增长，净利润同比下滑的主要原因是公司二季度毛利率较一季度下滑，同时，也较去年同期下滑。同时，销售费用率和管理费用率也较去年同期有所增加。销售费用率和管理费用率各季度波动性均较强。

截至上半年，新签合同额同比增长24%。

表格 1：单季度销售

利润表单季度（单位：万元）	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	
一、营业总收入	9,684.74	21,497.02	14,934.64	28,548.36	9,463.44	25,920.84	
环比增速	-57.1%	122.0%	-30.5%	91.2%	-66.9%	173.9%	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	-25.8%	26.4%	-2.3%	20.6%	
营业收入	9,684.74	21,497.02	14,934.64	28,548.36	9,463.44	25,920.84	
二、营业总成本	8,749.91	15,439.28	12,665.83	23,901.88	8,603.01	19,608.38	

营业成本	5,504.39	13,520.90	8,550.62	16,917.40	5,123.45	16,646.14	
毛利率	43.2%	37.1%	42.7%	40.7%	45.9%	35.8%	
营业税金及附加	15.31	101.32	236.31	489.78	26.58	64.89	
销售费用	1,249.24	-350.72	1,684.10	1,766.16	549.96	649.25	
销售费用%	12.9%	-1.6%	11.3%	6.2%	5.8%	2.5%	上半年销售费用率较去年也有上升
管理费用	1,613.99	1,098.91	1,855.05	3,768.05	2,349.15	2,280.04	
管理费用%	16.7%	5.1%	12.4%	13.2%	24.8%	8.8%	管理费用率较去年均有上升
财务费用	366.98	616.98	551.65	651.56	553.86	400.95	
财务费用%	3.8%	2.9%	3.7%	2.3%	5.9%	1.5%	
资产减值损失	0.00	451.90	-211.89	308.94	0.00	-432.88	
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
EBIT	1,401.11	6,934.88	4,253.85	3,943.78	1,540.85	6,811.36	
EBIT yoy%	#DIV/0!	#DIV/0!	-3.6%	-36.2%	10.0%	-1.8%	
EBIT margin%	14.47%	32.26%	28.48%	13.81%	16.28%	26.28%	
Adjusted EBIT	1,301.81	6,674.71	2,820.45	5,298.04	1,414.29	6,713.41	
Adjusted EBIT yoy%	#DIV/0!	#DIV/0!	-32.5%	-5.0%	8.6%	0.6%	
Adjusted EBIT margin%	13.44%	31.05%	18.89%	18.56%	14.94%	25.90%	
四、营业利润	934.83	6,057.74	2,268.80	4,646.48	860.43	6,312.46	
营业利润同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	-41.86%	-6.21%	-7.96%	4.20%	
加：营业外收入	124.20	270.79	1,479.74	-1,140.58	127.78	162.53	
减：营业外支出	24.89	10.62	46.35	213.68	1.23	64.58	
五、利润总额	1,034.13	6,317.90	3,702.20	3,292.23	986.98	6,410.41	
减：所得税	155.12	765.29	553.11	708.60	127.87	886.62	
所得税率	15.0%	12.1%	14.9%	21.5%	13.0%	13.8%	
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
六、净利润	879.01	5,552.61	3,149.09	2,583.62	859.11	5,523.79	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	-6.1%	-45.9%	-2.3%	-0.5%	
减：少数股东损益	9.57	11.49	20.50	18.32	2.90	28.04	
少数股东权益占比	1.09%	0.21%	0.65%	0.71%	0.34%	0.51%	
归属于母公司所有者的净利润	869.45	5,541.13	3,128.59	2,565.30	856.22	5,495.75	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	-6.3%	-45.9%	-1.5%	-0.8%	
七、每股收益：							
(一) 基本每股收益(元)	0.04	0.00	0.12	0.00	0.03	0.17	

资料来源：德邦证券研究所

上半年销售收入3.54亿元，同比增长13.5%。其中，热交换产品实现销售收入23174万元，同比增长5.3%，球罐及容器技术产品3890万元，同比增长24.8%，检测分析及技术产品2682万元，同比增长26.9%，钻采设备2231万元，同比下滑32.7%。

表格 2：分产品销售收入情况

热交换技术产品			上半年	下半年	检测分析技术产品			上半年	下半年
	上半年	下半年	同比增速	同比增速		上半年	下半年	同比增速	同比增速
2012	23,174	-	5.3%	0.0%	2012	2,682	-	26.9%	0.0%
2011	22,017	18,807			2011	2,114	5,172		
球罐及容器技术产品			上半年	下半年	钻采设备技术产品			上半年	下半年
	上半年	下半年	同比增速	同比增速		上半年	下半年	同比增速	同比增速
2012	3,890	-	24.8%	0.0%	2012	2,231	-	-32.7%	0.0%
2011	3,118	12,077			2011	3,317	3,192		

资料来源：公司半年报，德邦证券研究所

从分项目毛利率情况来看，热交换技术产品毛利率同比略有下滑，从2011年上半年的38.6%，下滑到37.5%，球罐及容器技术毛利率由2011年上半年的28.6%上升到29.2%。检测分析业务毛利率大幅下滑，毛利率由2011年上半年的76.6%，下滑到67.7%。钻采设备毛利率由26.7%上升到29.5%，分离设备由37.3%上升到38.3%。综合来看，上半年毛利率38.5%，较2011年的38.99%略有下滑。

表格 3：分产品销售毛利率情况

分产品毛利润率	2011-6-30 2011 年上半年	2011-12-31 2011 下半年	2012-6-30 2012 上半年
热交换技术产品	38.6%	46.0%	37.5%
球罐及容器技术产品	28.6%	27.9%	29.2%
检测分析技术产品	76.7%	74.1%	67.4%
钻采设备技术产品	26.7%	41.3%	29.5%
分离技术产品	37.3%	19.1%	38.3%

资料来源：公司半年报，德邦证券研究所

表格 4：从分地区销售收入来看，出口增速大幅提升

地区	营业收入（万元）	营业收入比上年增减（%）
境内	28,862.01	-6.73
境外	6,503.16	33.97

资料来源：公司半年报，德邦证券研究所

表格 5：资产负债表

资产负债表	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31	2012-6-30	
货币资金	0	96,831	77,159	74,276	65,194	73,699	
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0	
应收票据	0	1,456	1,256	3,772	2,259	2,452	
应收账款	0	44,380	47,581	53,135	48,984	51,583	
环比%	-100.0%	#DIV/0!	7.2%	11.7%	-7.8%	5.3%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	21.4%	#DIV/0!	16.2%	应收账款增速好于预期
营业收入	9,684.7	21,497.0	14,934.6	28,548.4	9,463.4	25,920.8	
环比%	-57.1%	122.0%	-30.5%	91.2%	-66.9%	173.9%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	-25.8%	26.4%	-2.3%	20.6%	
其他应收款	0	1,215	1,600	987	1,123	1,898	
预付款项	0	7,280	11,343	8,699	12,333	13,388	预付款同比增长 84%
应收股利	0	0	0	0	0	0	
应收利息	0	0	0	0	0	0	
存货	0	27,649	31,222	30,373	48,399	50,255	存货环比增长 3.8%

环比%	-100.0%	#DIV/0!	12.9%	-2.7%	59.4%	3.8%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	47.0%	#DIV/0!	81.8%	
流动资产合计	0	178,811	170,160	171,241	178,292	193,276	
固定资产	0	29,944	29,756	32,439	31,037	31,555	
工程物资	0	0	0	0	0	0	
在建工程	0	13,249	13,855	17,293	24,484	20,220	在建工程见下表
无形资产	0	14,171	14,090	14,079	13,994	13,914	
开发支出	0	0	0	0	0	0	
商誉	0	0	0	0	0	0	
长期待摊费用	0	0	0	0	0	0	
递延所得税资产	0	964	932	1,123	1,123	1,065	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0	
非流动资产合计	0	58,348	58,632	64,934	70,638	66,754	
资产总计	0	237,160	228,793	236,175	248,930	260,030	
短期借款	0	12,000	13,000	10,500	14,500	24,500	
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	
应付票据	0	5,350	2,769	6,471	8,858	6,317	应付票据同比增长 18.1%
应付账款	0	14,228	15,150	15,948	18,958	18,562	应付账款同比增长 30.5%
环比%	-100.0%	#DIV/0!	6.5%	5.3%	18.9%	-2.1%	
同比%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-3.0%	#DIV/0!	30.5%	
预收款项	0	9,959	11,469	7,786	14,260	13,236	预收款同比增长 32.9%
应付职工薪酬	0	405	287	1,403	366	556	
应交税费	0	2,039	-321	1,066	-1,903	-600	
应付股利	0	19	19	19	19	19	
其他应付款	0	251	400	249	403	433	
一年内到期的非流动负债	0	0	0	10,000	10,000	10,000	
流动负债合计	0	44,250	42,773	53,441	65,461	73,022	
长期借款	0	37,000	28,300	20,000	20,000	20,000	
其他非流动负债	0	4,416	3,077	5,508	5,384	5,278	
非流动负债合计	0	41,416	31,377	25,508	25,384	25,278	
负债合计	0	85,666	74,150	78,949	90,845	98,300	

资料来源：德邦证券研究所

三、蓝滨三期下半年将陆续投产，将有效缓解产能不足

根据上海蓝滨的规划，在建的重型石化及海洋石油工程装备项目、500吨起吊码头项目预计将在下半年陆续投入生产，2013年将全面投产，将有效扩大公司产能。电站空冷及石油钻采机械项目预计将在2013年下半年投产。预计到2014年，可新增实现销售收入11.9亿元，占2011年销售收入的159%，新增产能占市场需求5.99%。即将投产的500吨起吊码头，将为公司1.5万平方米大型板壳式换热器提供吊装和运输能力，公司届时将打开超大型板壳式换热器市场。

（上海蓝滨石化设备有限公司2002年在上海吕巷注册，首次购置了63亩土地，建设蓝冰一期；2007年，公司自筹资金，建设上海蓝滨二期，占地130亩。2009年，上海蓝滨三期点奠基，占地450亩，投资14亿元。同年10月，以蓝滨三期为核心主体的上海吕巷工业区块1.8万平方米面积被命名为上海市高新技术产业化海洋工程装备基地。）

表格 6：在建工程预计投产时间

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
1 重型石化及海洋石油工程装备联合生产厂房、500 吨起吊码头	2-8 月生产设备安装并陆续投产	全面投产		
2 电站空冷设备联合生产厂房及石油钻采机械/炼油化工设备实验室	2 月开工建设，年底完成主体工程	6 月底完成产房、实验室土建工程，6-12 月完成厂房设备安装，完成实验室部分设备安装	厂房投入使用；完成实验室设备安装调试	实验室投入使用
3 研发中心	5 月开工建设，年底完成主体工程	8 月完成研发中心全部土建工程，12 月完成研发中心安装调试装修工程	研发中心投入使用	

资料来源：德邦证券公开资料整理

表格 7：在建工程预计投产时间

序号	产品名称	设计产量	预计实现营业收入（万元）	行业需求总额（万元）	达产市场占比
1	板式空冷器	7,000 吨/年	36,400	1,000,000	3.64%
2	大型板壳式换热器	25 台套/年	46,800	550,000	8.51%
3	大型空气预热器	80 台套/年	21,000	250,000	8.40%
4	油气水分分离装置	15 台套/年	15,500	200,000	7.75%
合计			119,700	2,000,000	5.99%

资料来源：德邦证券研究所整理

四、自主创新能力强，多项技术全国领先：海洋工程、LNG 天然气、节能环保

表格 8：蓝科高新多个产品技术水平领先，具备较强竞争能力

序号	产品名称	创新程度	所获荣誉	拥有的垄断或领先技术	性能
1	大型板壳式换热器	国产首台，国际领先水平，国家重点新产品，国家级火炬计划项目，中国工业（500 项）重大科技产业化成果项目	2002 年甘肃省科技进步二等奖	目前国内只有蓝科高新独家生产，最大单台换热面积已超过 10,000 平方米，同时在研 15,000 平方米。该产品被列为“十五”国家重大技术装备研制项目、国家“十一五”科技支撑计划项目、国家重点新产品计划项目、中国石化重大装备国产化项目。目前已有 28 台以上成功使用，为国家节约约 7,500 万美元外汇；节约投资约 2.5 亿元人民币；每年节能 9.36 亿元人民币；每年减少 CO2 排放 195 万吨；每年减少二氧化硫排放 1.56 万吨。	大型板壳式换热器是目前国际上先进、高效、节能的换热设备。与管壳式换热器相比，具有传热效率高、结构紧凑、重量轻、回收热量大、燃料消耗及碳排放低等优点，是石化装置大型化首选的热交换设备。
2	板式空冷器	国际首创，国际领先水平，国家重点新产品，国家级火炬计划项目	2004 年甘肃省科技进步二等奖	该产品为蓝科高新独家生产，技术水平处于国际领先地位。该项目被列为甘肃省科技攻关计划项目、甘肃省重点科技创新项目、国机集团列为科技发展资助项目。目前已有 700 余台板式空冷器用于工业装置，每年节能 20 亿元、节水 3,000 万吨。	板式空冷器是将板式传热元件引入空冷式换热器的新型高效冷凝冷却设备，用空气来冷却热介质，可显著节约水资源，具有传热效率高、阻力低、结构紧凑、占地面积小等特点。
3	大型全焊波纹板空气预热器关键技术研究	国际先进水平，国家重点新产品。	2006 年国机公司科学技术一等奖	国际先进水平	
4	表面蒸发空冷器	国家重点新产品，国家级火炬计划项目，中国工业（500 项）重大科技产业化成果项目	1999 年国家机械工业局科技进步二等奖	国际首创，国际先进水平。该产品为高效节能环保产品，目前已有 1,300 余台应用于各类装置中，每年节约能耗 26 亿元，平均每台年均节能 200 万元。	适用于炼油、化工、电力、冶金等行业中的各种冷凝冷却过程，尤其对 80℃ 以下的低温位介质的冷凝、冷却具有显著的效果。

5	板式蒸发器	国际先进水平	1999 年国家机械工业局科技进步二等奖 /2001 年甘肃省科技进步三等奖	国际先进水平	公司每年向全国范围的客户提供 10 套以上该类装置，并有部分产品出口。
6	板式蒸发空冷器	国际首创，国际先进水平	—	国际首创，国际先进水平	
7	电站板式空气凝汽器	国际首创，国际先进水平	—	国际首创，国际先进水平	
8	油、气、水分离工艺技术成套装置	技术水平国内领先		技术水平国内领先。在油气水分离器市场的占有率第一。	已为中国海上石油的几十个油田、近百座海上石油钻井平台、采油平台、生产平台和浮式生产系统（FPSO）提供了近千台（套）油气水处理工艺设备，是该领域国内为数不多的具有国际竞争力的产品。
9	油套管生产线成套技术及设备	国际先进水平		国际先进水平	
10	大型板式空气预热装置	被列为国家科技攻关计划引导项目		被列为国家科技攻关计划引导项目，具有国际先进技术水平。	大型板式空气预热器是用于工业装置回收烟气余热的新型节能设备，该产品具有传热效率高、压降低、结构紧凑、重量轻、寿命长、不易积灰、检修方便等特点广泛应用于炼油、化工、电力、冶金、环保等行业。
11	球形储罐	国内资质最强的公司		蓝科高新开发研制的 LNG 球罐、液态烃球罐等达到国内领先水平。蓝科高新具有球形储罐的研发、设计、制造、安装及监理的全套资质，是国内资质最强的公司。	制造安装了： 1、亚洲最大的大连石化 8,000 立方米液化石油气球罐工程； 2、PV 乘积最大的兰州石化 4,000 立方米液态烃进口 H1TEN610U2 高强钢球罐工程； 3、国内首例应力分析法设计的西宁特钢氧气球罐工程； 4、国内体积最大的韶关钢铁公司应力分析法氧气球罐工程和国内厚度最大的普莱克斯公司球罐工程等。
12	纤维液膜工艺技术及成套装置	国家技术创新项目		国家技术创新项目，市场占有率 50%。	纤维液膜工艺技术及成套装置主要应用于石油产品的脱硫、脱臭，提高油品质量。目前已有 20 余套装置在广东荣高、高桥、武汉、齐鲁、抚顺、华锦集团、浙江天禄、中化泉州及伊朗等多家石化企业焦化液化气脱硫醇装置中成功应用。
13	石油钻采装备及工具综合试验成套技术	国际领先水平		国际领先水平	主要应用于油田钻井、采油各类井下工具的性能参数的测试，建立了模拟石油钻井及采油工艺的试验室系统，实现在不同工艺条件及工况（特别是高温、高压井下工况）下，各种钻井及采油工具性能参数的数据测量、采集，分析。
14	石油钻采、炼化设备的检验检测服务	全国领先		我国目前实力较强的获得国家认可的石油钻采炼化设备试验室。	公司的石油钻采炼化设备实验室由国家石油钻采炼化设备质量监督检验中心、机械工业石油钻采设备质量监督检测中心、机械工业换热器产品质量监督检测中心、中国合格评定国家认可委员会认可实验室、中国合格评定国家认可委员会认可检查机构、国家质量监督检验检疫总局核准的特种设备检验检测机构、中石化兰州设备失效分析与预防研究中心构成。

资料来源：德邦证券研究所整理

图 1：蓝科高新生产的分离器用于中海油的海洋石油 117，浮式生产油轮（FPSO）上



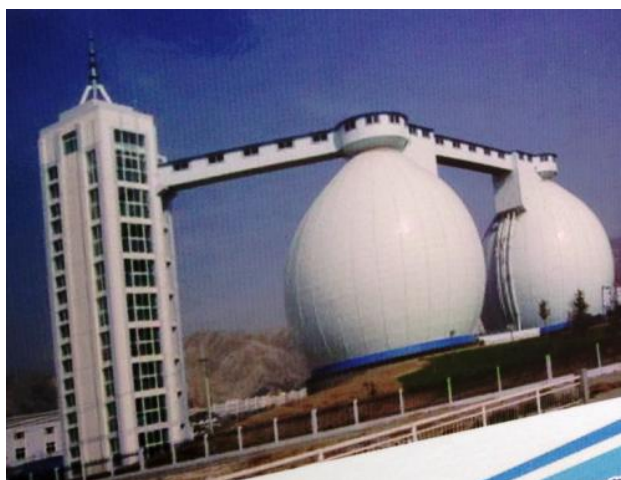
资料来源：公开资料整理

图 2：蓝科高新生产油气水分离器用于中石油东方 X-X 气田中心平台



资料来源：公开资料整理

图 3：蓝科高新生产的大型球形储罐



资料来源：公开资料整理

图 4：蓝科高新生产的大型板式电站式空冷设备，变革传统电站空冷



资料来源：公开资料整理

五、标准制定者

蓝科高新是多个标准的主持制定者，其中，蓝科高新主持制定已发布的行业标准6项，已通过审核待发布标准约27项。目前蓝科高新正在进行制定的或正在修订的标准5项。

表格 9：蓝科高新主持制定的行业标准，已发布的有 6 项

序号	时间	标准名称	标准类型	参与方式
1	2008	NB/T47001-2009（JB/T4713）钢制液化石油气卧式储罐型式与基本参数	行业推荐标准	主持
2	2008	NB/T47003.1-2009（JB/T4735.1）钢制焊接常压容器	行业推荐标准	主持
3	2008	NB/T47003.2-2009（JB/T4735.2）固体料仓	行业推荐标准	主持
4	2008	NB/T47004-2009（JB/T4752）板式热交换器	行业推荐标准	主持
5	2008	NB/T47005-2009（JB/T4753）板式蒸发装置	行业推荐标准	主持
6	2008	NB/T47007-2009（JB/T4758）空冷式热交换器	行业推荐标准	主持

资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

表格 10：正在进行制定、修订标准 5 项

序号	时间	标准名称	标准类型	参与方式
1	2011	板式热交换器机组	国家标准	主持
2	2011	GB 151 管壳式热交换器	国家标准	主持
3	2011	GB 12337 钢制球形储罐	国家标准	主持
4	2011	GB/T 17261 钢制球形储罐型式与基本参数	国家推荐标准	主持
5	2011	JB 4710 钢制塔式容器	行业标准	主持

资料来源：公司公告，德邦证券研究所整理

六、估值

我们预计蓝科高新2012年至2014年的每股EPS为0.45, 0.58和0.89元，对应的PE为31倍，24倍和16倍。我们预计2013年和2014年公司募投项目的达产将有效缓解公司产能的不足，大幅提高公司的销售收入和利润。

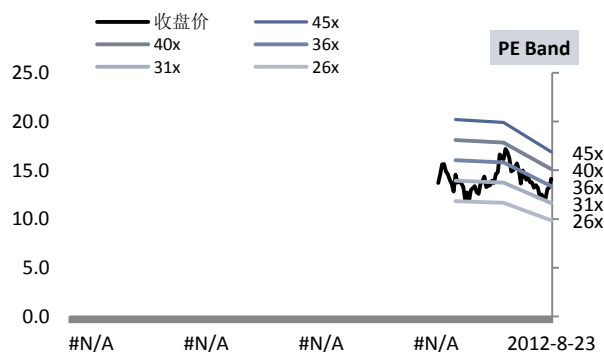
相对于海工及LNG装备可比公司估值，给予“增持”评级。

表格 11：相对估值表

分析日期	市值(亿)		PE				EV/EBITDA			
			PE(ttm)	2012	2013	2014	(LYR)	2012	2013	2014
2012-8-23										
蓝科高新	601798	45.2	37.51	30.57	23.60	15.37	22.95	17.59	13.89	11.03
山东墨龙	002490	104.4	61.75	38.29	32.29	28.09	22.57	19.91	17.85	16.77
富瑞特装	300228	44.5	50.16	40.38	28.44	20.70	39.25	27.85	19.97	14.98
海油工程	600583	222.1	50.56	31.75	22.31	15.14	20.53	12.60	9.73	8.07
隆华传热	300263	18.2	24.91	19.19	13.83	10.67	14.38	12.45	7.71	5.72
杰瑞股份	002353	222.0	47.63	35.76	25.60	18.80	43.83	29.51	20.93	15.38
平均		122.24	47.00	33.07	24.49	18.68	28.11	20.46	15.24	12.18

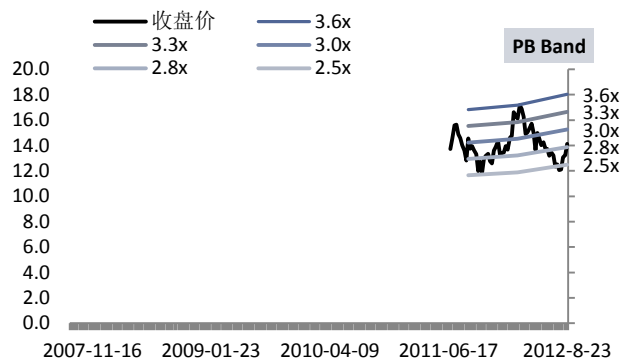
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 5：蓝科高新 PE Band



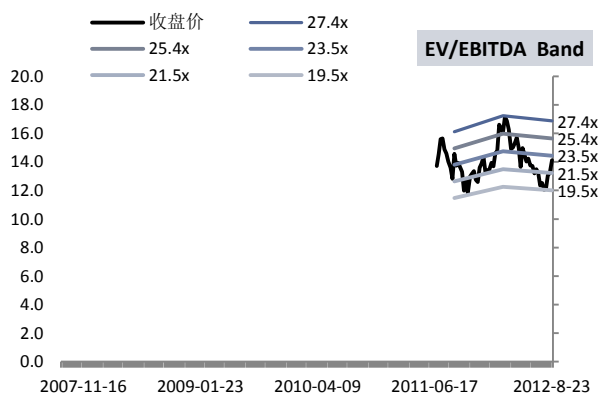
资料来源：德邦证券研究所

图 6：蓝科高新 PB Band



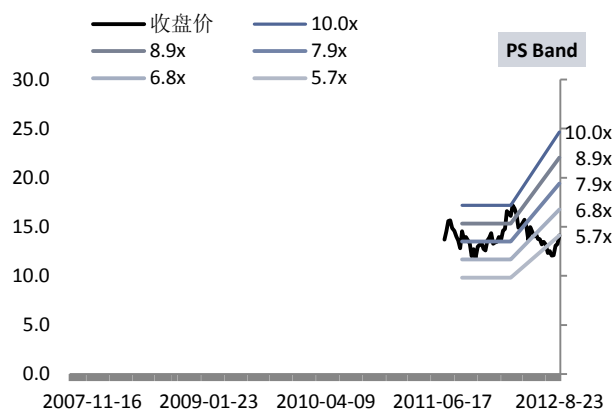
资料来源：德邦证券研究所

图 7: 蓝科高新 EV/EBITDA Band



资料来源：德邦证券研究所

图 8: 蓝科高新 PS Band



资料来源：德邦证券研究所

表格 12: 分产品收入预测 (万元)

收入	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E	
热交换技术产品	38,771	45,124	30,306	40,825	42,866	49,296	64,084	
球罐及容器技术产品	3,015	4,234	14,148	15,195	18,234	25,528	33,186	
检测分析技术产品	1,562	3,227	5,685	7,286	9,180	11,658	14,806	
钻采设备技术产品	4,509	4,828	7,466	6,510	4,557	4,557	5,012	
分离技术产品	6,783	8,276	6,393	4,768	19,071	47,677	95,354	
主营业务收入合计	54,641	65,689	63,998	74,583	93,907	138,716	212,443	
增速	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E	
热交换技术产品	#N/A	16.4%	-32.8%	34.7%	5%	15%	30%	
球罐及容器技术产品	#N/A	40.4%	234.2%	7.4%	20%	40%	30%	
检测分析技术产品	#N/A	106.6%	76.1%	28.2%	26%	27%	27%	
钻采设备技术产品	#N/A	7.1%	54.6%	-12.8%	-30%	0%	10%	
分离技术产品	#N/A	22.0%	-22.7%	-25.4%	300%	150%	100%	海工装备将为蓝科高新未来增长的主要引擎, 依托中海油及另外两大石油公司实现国家海工战略
综合增速	#DIV/0!	20.2%	-2.6%	16.5%	25.9%	47.7%	53.2%	我们预测蓝科高新募投项目投产后, 增长瓶颈将打开, 收入将步入快速增长轨道
毛利率	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E	
热交换技术产品	28.1%	37.6%	38.6%	42.0%	38.0%	38.0%	38.0%	
球罐及容器技术产品	21.1%	25.8%	31.2%	28.1%	29.0%	29.0%	29.0%	
检测分析技术产品	53.6%	61.8%	72.6%	74.8%	69.0%	69.0%	69.0%	
钻采设备技术产品	22.8%	24.3%	27.3%	33.8%	29.0%	28.0%	28.0%	
分离技术产品	37.3%	41.4%	42.3%	21.2%	38.0%	38.0%	38.0%	依托国家海工战略, 分离技术产品将保持较高毛利率
综合毛利率	29.1%	37.6%	39.0%	40.4%	38.8%	38.6%	38.5%	
毛利润	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E	
热交换技术产品	10,879	16,989	11,704	17,164	16,289	18,732	24,352	
球罐及容器技术产品	636	1,092	4,418	4,266	5,288	7,403	9,624	
检测分析技术产品	837	1,995	4,125	5,453	6,334	8,044	10,216	
钻采设备技术产品	1,029	1,175	2,041	2,202	1,321	1,276	1,403	
分离技术产品	2,527	3,426	2,701	1,013	7,247	18,117	36,235	
毛利润合计	15,907	24,677	24,989	30,098	36,479	53,573	81,830	

资料来源：德邦证券研究所

附录、公司基本情况及发展历程

甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司（以下简称蓝科高新）的前身是兰州石油机械研究所（以下简称兰石所）。兰石所1959年从北京迁至兰州，1960年5月正式成立，是隶属于国家原石油工业部、第一机械工业部、机械电子委员会、机械工业部、国家机械工业局的国家一类科研机构，是全国石油钻采机械和炼油化工设备的行业技术归口所。

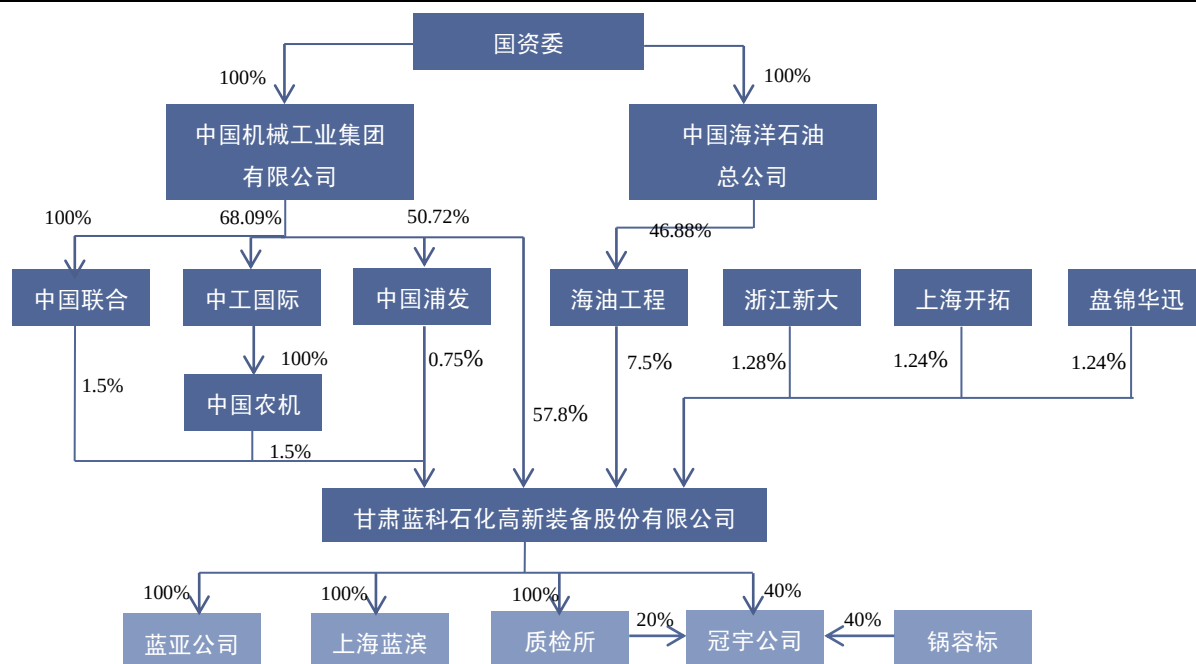
蓝科高新主要从事石油钻采机械、炼油化工设备、海洋与沙漠石油设备和工程、天然气处理及液体回收工程、轻工与食品机械的研究、设计、开发、制造，同时还从事石油钻采机械和炼油化工设备的性能测试与评定、技术咨询、工程设计、工程总承包等工作。

蓝科高新主要控股股东为国机集团，目前持股占比57.76%。国机集团成立于1997年1月，隶属国务院国有资产监督管理委员会直接管理，是世界五百强企业。国机集团主要业务包括：机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务。

公司的第二大股东为海洋石油工程股份有限公司（海油工程，600583），目前持股占比7.5%。海油工程以海洋油气田开发及配套工程的设计、建造与海上安装为主营业务，是中国最大的海上工程建造企业，也是中国唯一一家集海洋石油、天然气开发设计、陆地建造、海上安装、调试与维修于一体的大型工程总承包公司。

图 9：中国机械工业集团有限公司为主要控股股东

蓝科高新股权结构



资料来源：2011 年年报、德邦证券研究所

表格 13：蓝科高新主要发展历程

1959 年	兰石所从北京搬至兰州，1960 年正式成立
1960 年代	开始从事热交换设备的设计开发，是国内最早从事热交换设备研发设计的单位
1980 年代	对海洋石油平台上部设备进行了大量研发，成为海洋石油平台为数不多的上部设备供应商。中海油总公司的油气水国产化项目全部放在兰石所进行。
1983 年	兰州石油化工机器厂和兰州石油机械研究所承担了直流电驱动 ZJ60D 型钻机的研制任务，钻井深度 6000 米。
1994 年	蓝亚公司的前身兰州石油化工装备工程总公司成立
1999 年 7 月 1 日	作为国家 242 家首批转制科研单位之一，兰石所成为中国机械装备（集团）公司全资子公司。
1999 年	研制成功大型板壳式换热器
2001 年 1 月 2 日	公司由集体所有制企业改制为有限责任公司
2002 年 4 月 15 日	成立上海蓝滨石化设备有限责任公司
2006 年	成立冠宇公司
2008 年 1 月 20 日	收购兰州石油机械研究所持有的兰州蓝亚石油化工装备工程有限公司 100% 股权、兰州冠宇传热与节能工程技术研究有限公司 40% 股权
2008 年 6 月 9 日	蓝科公司整体变更为股份公司

资料来源：公开资料、招股说明书

表格 14：公司主要控股子公司的经营情况

上海蓝滨	项目	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	经营范围为换热器，空冷式换热器石油化工设备设计开发、制造安装维修，从事“换热器、石油化工设备”领域内的八技服务，塔内件，螺旋管，金属结构件备件设计开发、制造安装维修，海洋工程装备研发、制造，从事货物和技术的进出口业务
	总资产	24,305.87	36,502.58	46,034.40		
	净资产	8,242.45	22,667.66	26,642.97	72,009.47	
	项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	
	净利润	1,127.98	4,425.20	3,975.31	5,366.50	
蓝亚	项目	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	拥有特种设备制造许可证（压力容器）特种设备安装改造维修许可证（压力管道）、设备监理单位资格证书和工程专业承包证，主要从事球罐及容器类产品的研发、设计、制造、销售、安装与工程承包等业务。
	总资产	5,817.65	4,506.02	4,639.74		
	净资产	2,025.59	2,478.09	3,063.29	4,088.11	
	项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	
	净利润	167.63	452.50	585.20	1024.82	
冠宇	项目	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	传热与节能技术及产品的研究、开发、设计；传热网络节能技术优化设计及软件开发；传热设备的工艺及强度软件的设计开发；传热能效的测试及评定和技术服务、技术咨询、技术转让、技术承包（以上各项国家有专项许可的除外）。
	总资产	387.60	527.50	750.37		
	净资产	328.60	444.73	650.00	799.68	
	项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	
	净利润	47.53	116.12	205.27	149.68	
质检所	项目	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	经营范围为石油钻采及炼油化工设备产品质量测试；新产品鉴定及检验；钻机及井架检测；特种设备检验；无损检测、安全评定、技术服务、技术检测
	总资产	1,446.99	3,383.78	6,200.76		
	净资产	1,036.34	2,651.00	5,519.78	11,412.44	
	项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	
	净利润	405.63	1,614.65	2,786.37	2,892.66	

资料来源：招股说明书、年报

表格 15：盈利预测表

损益表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	645	747	940	1389	2127
营业成本	394	445	574	851	1306
毛利润	252	302	366	537	821
毛利润率	39.0%	40.4%	38.9%	38.7%	38.6%
营业税金及附加	8	8	10	15	23
销售费用	31	43	55	81	124
管理费用	68	83	123	182	278
财务费用	16	22	12	39	54
资产减值损失	7	5	0	5	8
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
EBIT	148	163	208	261	335
EBITDA	172	191	250	316	398
营业利润	121	139	166	216	334
营业利润率	18.8%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
营业内外收支	11.2	4.4	4.4	4.4	4.4
利润总额	132	143	170	220	338
减：所得税	19	22	26	34	51
净利润	113	122	144	187	287
减：少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	112	121	144	186	285
每股收益 EPS-期末	0.47	0.43	0.45	0.58	0.89

损益表增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增速	-1.9%	15.7%	25.9%	47.7%	53.2%
EBIT 增速	-2.8%	16.7%	27.6%	25.3%	28.3%
EBITDA 增速	4.8%	11.3%	30.5%	26.6%	25.9%
营业利润增速	-8.8%	14.8%	19.2%	30.3%	54.6%
净利润增速	-7.1%	7.9%	18.6%	29.5%	53.6%

现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	113	122	144	187	287
折旧及摊销	24	28	41	55	63
运营资本增减	(153)	(295)	(110)	(144)	(198)
其它经营活动产生的现金流	20	28	(13)	(161)	91
经营活动产生的现金流	5	(117)	62	(62)	243
投资收益	0	0	0	0	0
资本支出	(143)	(141)	(200)	(300)	(49)
其他投资产生的现金流	39	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(104)	(141)	(200)	(300)	(49)
筹资活动产生的现金流	117	780	131	80	173

资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
现金以及等价物	175	743	736	453	821
应收账款及票据	522	666	851	1030	1287
存货	207	304	329	488	749
其他流动资产	0	0	0	(0)	0
流动资产合计	903	1712	1916	1971	2857
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	307	324	490	985	879
其他非流动资产	223	325	334	391	299
资产总计	1433	2362	2740	3104	3889
流动负债合计	455	534	788	983	1505
非流动负债合计	355	255	256	258	262
负债合计	810	789	1044	1242	1766
少数股东权益	2.6	3.2	3.5	3.8	4.3
归属母公司权益	620	1569	1693	1859	2119
权益合计	623	1572	1697	1863	2123
负债及股东权益合计	1433	2362	2740	3105	3890
总股本（百万）	0	320	320	320	320
每股净资产 BPS(元)	2.58	4.90	5.29	5.81	6.62

其它	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资产回报率（%）	19.5%	11.1%	8.8%	10.5%	14.4%
总资产回报率（%）	8.6%	6.4%	5.6%	6.4%	8.2%
资产负债率（%）	56.5%	33.4%	38.1%	40.0%	45.4%
ROIC（%）	11.6%	7.8%	7.6%	8.8%	9.4%
WACC(%)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
存货周转天数	207	209	201	175	173
应收票据及账款周转	251	290	294	247	199
EBIT 利息保障倍数(X)	10	8	17	7	6
流动比率	1.98	3.20	2.43	2.00	1.90
速动比率	1.53	2.64	2.01	1.51	1.40
所得税率	14.65	15.21	15.21	15.21	15.21

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率(X)	0.0	35.6	31.5	24.3	15.8
市净率(X)	0.0	2.7	2.7	2.4	2.1
市销率(X)	0.0	5.8	4.8	3.3	2.1
EV/EBITDA(X)	0.0	21.1	17.6	13.9	11.0
EV/EBIT(X)	0.0	24.7	21.1	16.8	13.1
EV/sales(X)	0.0	5.4	4.7	3.2	2.1
EV/IC(X)	0.0	2.0	1.9	1.8	1.5
股息率（%）	0.00	0.45	0.42	0.44	0.57

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy：预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持-Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性-Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为-10%~+10%

减持-Sell：预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

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已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。