

投资品 - 机械

养护设备将进入快速增长期，工程业务持续可期

——达刚路机（300103）深度研究报告

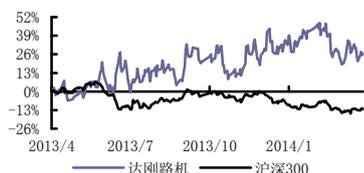
2014 年 4 月 3 日

评级： 增持（维持）

市场数据		2014 年 4 月 3 日
当前价格（元）		12.17
52 周价格区间（元）		9.02-14.23
总市值（百万）		2576.80
流通市值（百万）		1251.45
总股本（百万股）		211.73
流通股（百万股）		102.83
日均成交额（百万）		81.88
近一月换手（%）		78.62%
第一大股东		孙建西
公司网址		<a href="http://www.sxdagang.com">http://www.sxdagang.com</a>

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	534	639	746	871
收入同比	121%	20%	17%	17%
归属母公司净利润	64	80	103	131
净利润同比	20%	25%	29%	27%
毛利率	18.2%	20.3%	22.4%	24.2%
ROE(%)	8.2%	9.4%	10.8%	12.0%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.38	0.49	0.62

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
达刚路机	-2.56%	-6.89%	29.61%
沪深 300	-0.74%	-5.07%	-12.44%

赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 公司为沥青筑养路面机械设备龙头企业。公司所处工程机械中的筑养路面机械子行业，主要产品形态为路面施工专用车辆，涉及沥青加热、存储及运输设备、沥青材料深加工设备以及沥青路面施工专用车辆及养护机械设备。公司拥有完全的自主知识产权，其核心技术在整体上国内领先。

■ 公司产品线丰富。公司产品适用于沥青混凝土摊铺和沥青碎石摊铺两种主要的路面摊铺工艺，而公司产品系列涉及筑路及养护多种施工环境。在养护设备中，公司产品除了冷再生机以外，还有综合养护车、沥青撒布灌缝车、粉料撒布车、薄层罩面摊铺机、稀浆封层车等。同时，同时凭借技术优势，不断研发推出新产品。

■ 公司将受益于路面养护设备需求增长。国内公路网进入周期性养护高峰，旧路升级改造也持续进行，《“十二五”公路养护管理发展纲要》在等级公路里程、铺装率、大中修里程以及养护废旧沥青循环利用率等方面都做出了要求。据交通部预测，到 2015 年，国内公路养护设备市场需求将接近千亿元，潜在成长空间较大。

■ 工程业为公司带来更大发展空间。公司在斯里兰卡的工程业务已取得成功，后续订单持续可期。虽然设备业务仍是公司核心业务，但涉足工程施工业务可以拓展公司产业链，在快速增加业务规模的同时，利用协同效应带动和促进公司相关产品的研发和销售。

■ 盈利预测与投资评级：我们预测 2014-2016 年公司 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.62 元，对应 2014-2015 年的市盈率分别为 32 倍和 25 倍。考虑到公司工程业务的持续发展潜力和带动设备业务的协同效应，以及国内养护设备市场快速发展的预期，我们维持对公司“增持”的投资评级。

■ 风险提示：海外工程业务订单及收入确认的不确定性；国内路面设备需求持续低迷；行业竞争加剧，毛利率持续处于低位。

## 公司概况

公司为沥青筑养路面机械设备龙头企业。公司所处工程机械中的筑养路面机械子行业，主要产品形态为路面施工专用车辆，涉及三大类别：沥青加热、存储及运输设备，如沥青脱桶设备及沥青运输车等；沥青材料深加工设备，如沥青改性设备等；沥青路面施工专用车辆及养护机械设备，如沥青洒布车、同步封层车，以及综合养护车等。公司在沥青筑养路面设备细分行业中技术领先，具备明显竞争优势。

Figure 1 公司主要产品类别

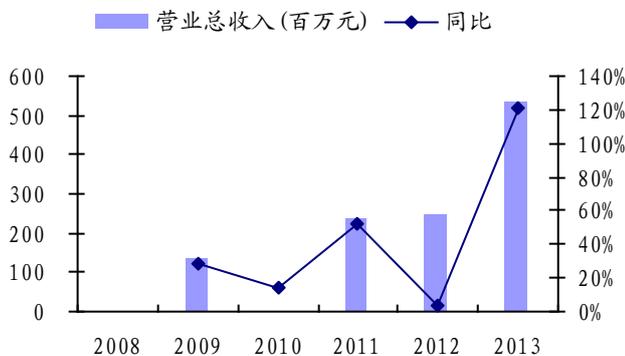
业务产品类别	产品名称	产品图例	产品功能应用
沥青加热、存储、运输设备	沥青脱桶设备	 LT系列沥青脱桶设备	把固态沥青转化为液态沥青，以用于沥青路面的施工。
	液态沥青运输车	 整车式液体沥青运输车	整车和半挂式两种，用于液态沥青的中、短途运输。
沥青材料深加工设备	乳化沥青设备	 GLR6A型沥青乳化设备	以 SBS、废旧轮胎橡胶粉等作为改性剂，提高沥青的抗高温、耐低温等性能，主要用于生产改性沥青。
	多功能沥青改性设备	 多功能沥青改性设备	
	废橡胶轮胎改性沥青设备	 橡胶沥青改性设备	
沥青路面施工专用车辆及养护机械设备	沥青洒布车系列	 抗滑型智能沥青洒布车	主要用于沥青路面底层的透层、粘层及防水层的洒布；公路养护中“沥青罩面”喷洒。
	沥青碎石同步封层车	 DGL5311TFC沥青碎石同步封层车	可进行公路路面的下封层、上封层施工；新旧路面加铺磨耗层施工；沥青路面的层铺法施工；沥青、碎石特殊情况下的分别洒布。

稀浆封层车		 <p>微表处/稀浆封层车</p>	可作稀浆封层及微表处路面养护工程，亦可用于道路施工中的下封层及桥面处治作业。
碎石撒布机系列		 <p>自行式碎石撒布机</p>	用于低等级公路上封层施工中碎石的撒布，及层铺法新建沥青路面施工中碎石的撒布，特别适用于大面积连续施工作业。
综合养护车		 <p>路面综合养护车</p>	主要用来完成普通公路及高等级公路路面坑槽修补作业。
冷再生机		 <p>冷再生机</p>	在自然环境温度下就地连续完成沥青路面现场冷铣刨、破碎以及添加乳化沥青或泡沫沥青、水等材料后沥青路面的再生。

数据来源：公司网站、公司招股说明书、世纪证券研究所

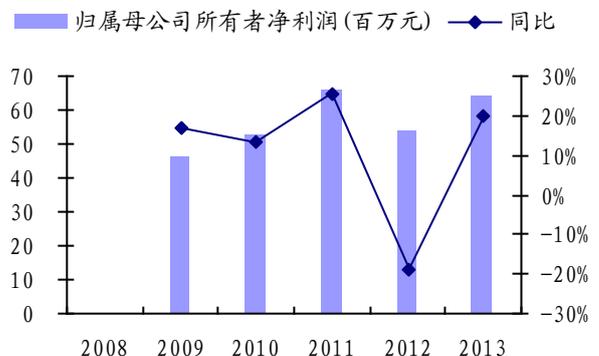
公司主营收入近几年有所波动，工程施工业务占比大幅提升。公司销售设备收入占比重较大的为沥青洒布车及同步封层车，两项约占到设备收入的 60-70%。公司在 2011 年获得中国航空技术深圳有限公司总金额为 7847 万元的设备采购合同，同时 2012 年在行业需求下滑明显，致使设备销售增长同比大幅下滑，2013 设备收入同比基本持平。工程施工方面，斯里兰卡工程业务收入 2012 年开始确认，工程收入占比大幅提升，收入占比从 2012 年的 36% 增长到 2013 年的 74%。

Figure 2 公司营业收入及同比增速



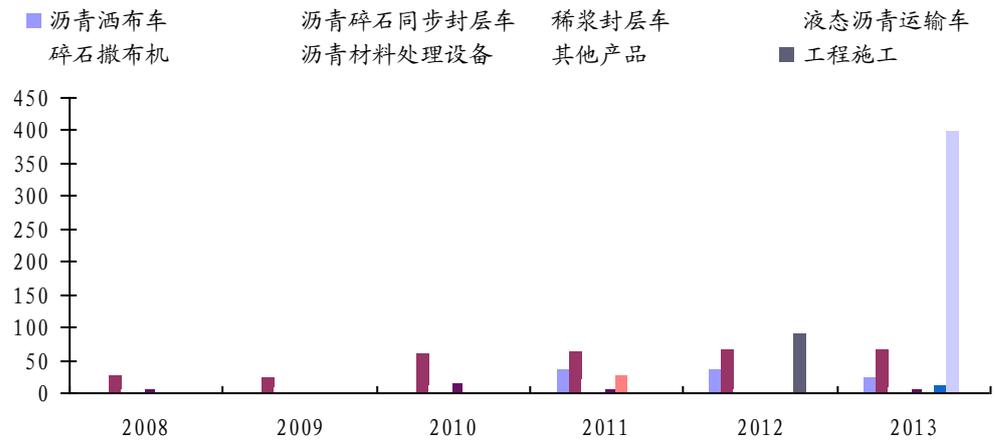
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司净利润及同比增速



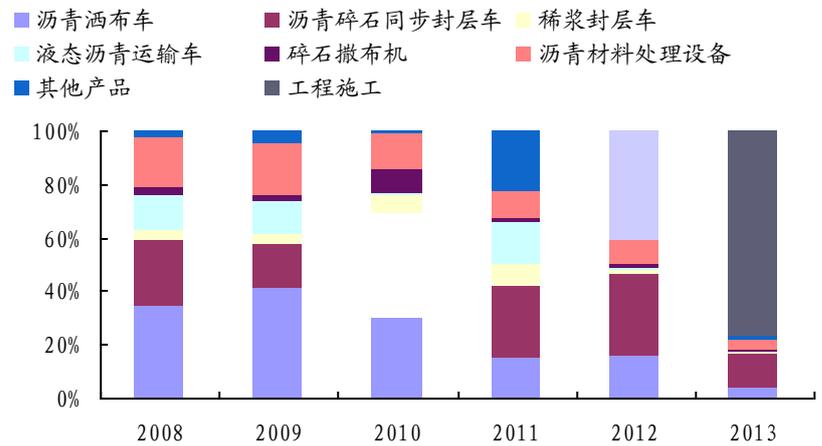
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司各业务收入增长变化情况 (百万元)



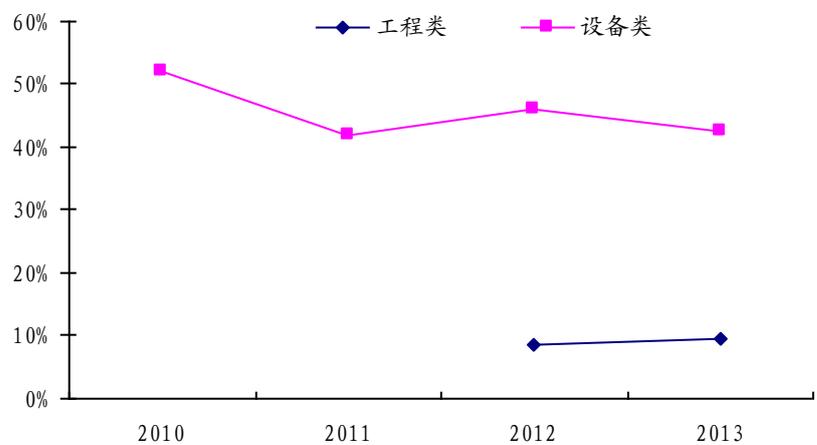
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司各业务产品收入占比



数据来源: wind、世纪证券研究所

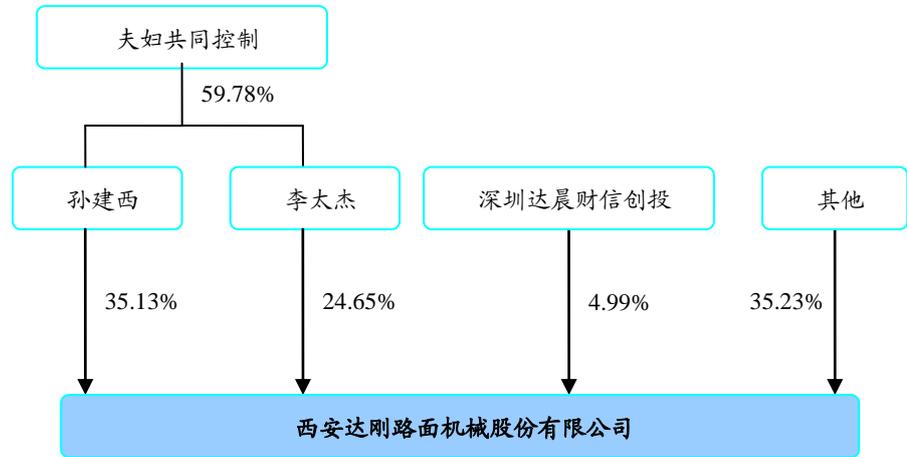
Figure 6 公司业务产品毛利率情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

**公司股权结构。**公司的控股股东为孙建西及李太杰夫妇，共同持有上市公司 59.78%的股份，其中李太杰持有 24.65%，孙建西持有 35.13%。

Figure 7 公司主要股权结构及子公司



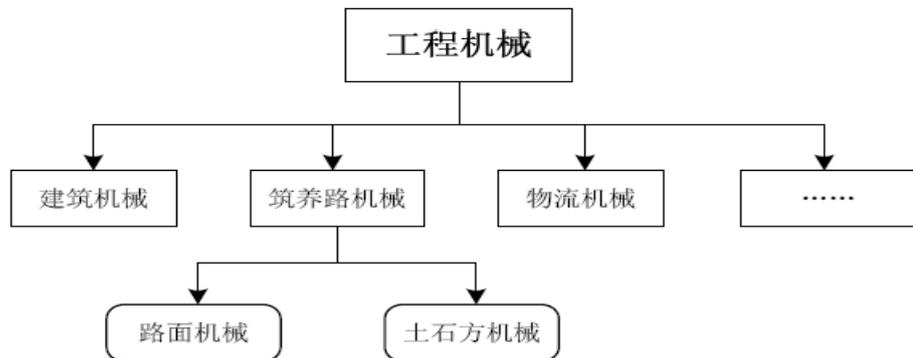
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 路面机械行业分析

#### ■ 行业概况

**公司属于路面机械子行业。**公司生产的主要产品的最终形态为路面施工专用车辆，所处行业为工程机械中的筑养路机械设备制造业，更为细分的行业为路面机械中的沥青路面机械制造业。

Figure 8 公司所属路面机械子行业



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

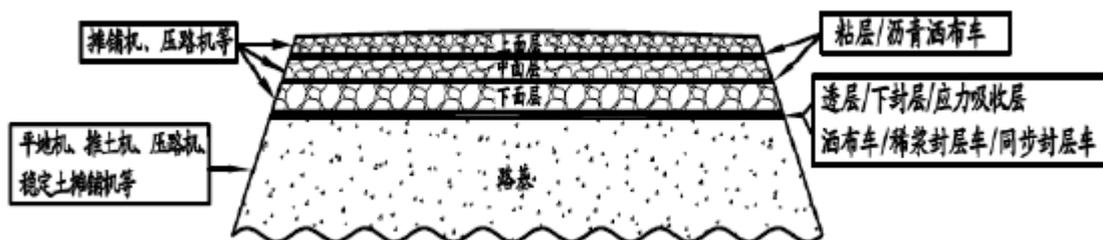
#### 行业细分产品及应用范围。

**沥青路面是发展方向。**国际上公路建设的理念是“强基薄面”，即强调路基加强建设，而在路面施工中节约使用沥青，这就对路面机械设备在智能化、节能环保等方面提出更高要求。我国的道路施工材料经历

了从土方碎石到水泥混凝土，到普通沥青，再到乳化沥青及各种添加剂的改性沥青的发展过程，沥青路面代表着路面修筑的主要发展方向。

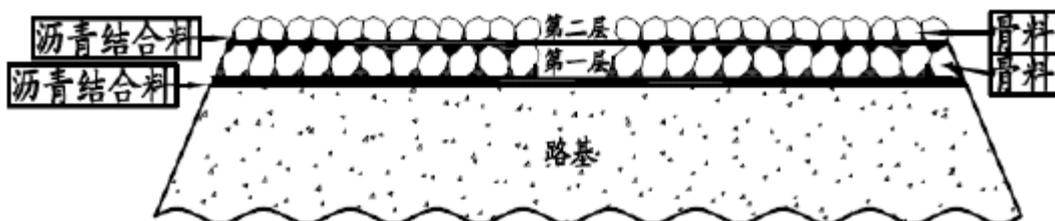
**公司的产品应用。**沥青路面摊铺工艺一般有两种：沥青混凝土摊铺工艺和沥青碎石摊铺工艺。(1) 沥青混凝土摊铺工艺适用于高速公路路面的建造与养护，约占铺装路面工程总量的 10%，公司的智能型沥青洒布车应用在粘层、透层、下封层及应力吸收层工艺。(2) 沥青碎石层铺工艺适用于部分国道、省道和市、县、乡村公路路面建造及养护，约占全部路面工程总量的 90%，工艺所需的沥青脱桶设备、改性沥青设备、沥青运输车、智能型沥青洒布车、各式碎石撒布机、同步封层车、胶轮压路机等，公司产品系列都有覆盖。

Figure 9 沥青混凝土摊铺工艺



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 10 沥青碎石摊铺工艺



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

#### ■ 我国公路里程近年增长较快，其固定资产投资目前放缓

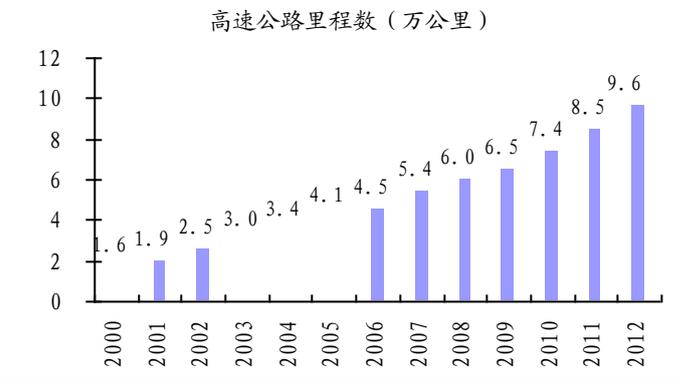
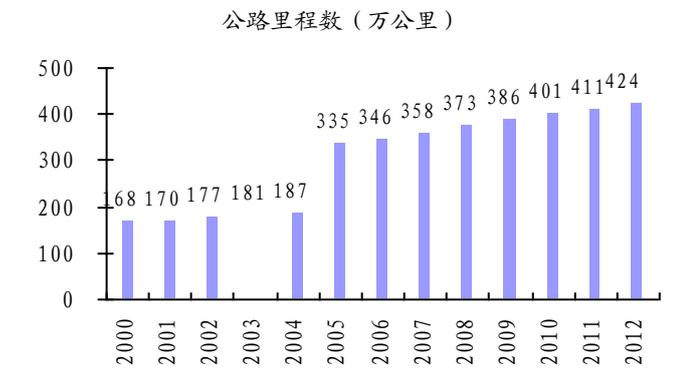
我国公路里程“十一五”以来增长较快。据交通运输部统计，2012年末，我国总公路里程已达到424万公里，比“十一五”初期2005年末增加了89万公里，年均增长约15万公里，路网密度从2006年末的36公里/百平方公里增长到了2012年末的44.1公里/百平方公里。其中高速公路里程数从2005年的4.1万公里增长到了2012年末的9.6万公里，翻了一倍多。

我国公路投资建设增速在“四万亿”后放缓。“十一五”后期，在“四万亿”刺激下，我国公路投资建设快速发展，尤其2009年公路投资资金同比增加了近3000亿元，投资总额达到9669亿元，同比增速达到41%。2011年开始，公路固定资产投资增速开始放缓，连续三年，

我国公路投资同比增速放缓至个位数。

Figure 11 我国公路建设发展情况 (2005年后包括农村公路)

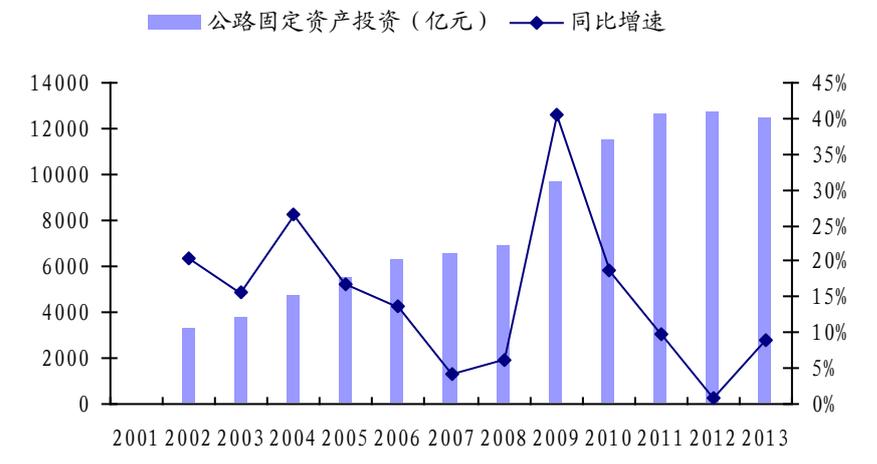
Figure 12 我国高速公路建设发展情况



数据来源: wind、交通运输部、世纪证券研究所

数据来源: wind、交通运输部、世纪证券研究所

Figure 13 我国公路固定资产投资增速放缓



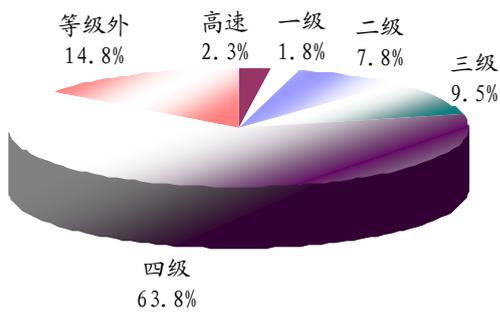
数据来源: wind、交通运输部、世纪证券研究所

我国当前公路里程规模已接近 2020 年目标。2012 年全国等级公路里程 360.96 万公里，比上年末增加 15.60 万公里。等级公路占公路总里程的 85.2%，提高 1.1 个百分点。其中，二级及以上公路里程 50.19 万公里，增加 2.83 万公里，占公路总里程的 11.8%，提高 0.3 个百分点。

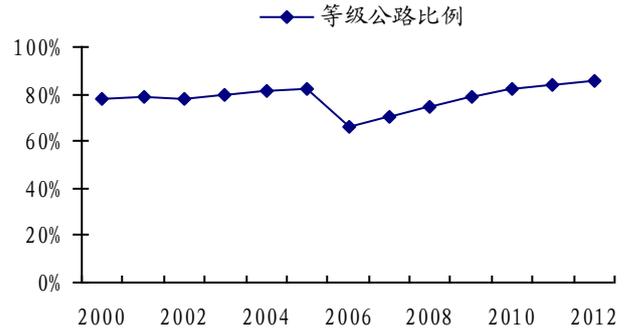
根据发改委发布的《综合交通网中长期发展规划》，2020 年公路路网总规模达到 300 万公里以上（不含村道），2012 年末为 217.5 公里；其中二级以上高等级公路 65 万公里，2012 年末未 50.2 万公里；高速公路 10 万公里左右，2012 年末为 9.6 万公里。

Figure 14 我国公路等级公路里程结构 (2012 年)

Figure 15 我国等级公路比例不断提升



数据来源：交通运输部、世纪证券研究所



数据来源：交通运输部、世纪证券研究所

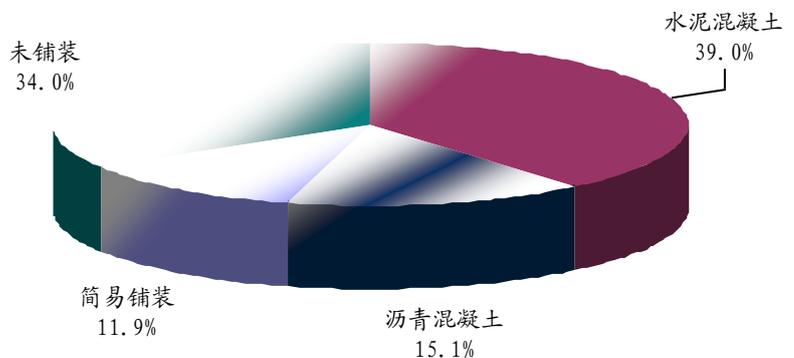
### ■ 道路升级及养护需求正成为路面机械发展的动力

我国公路铺装路面比例不断增加。2012年末，我国有铺装路面和简易铺装路面公路里程 279.86 万公里，比上年末增加 18.29 万公里，占公路总里程的 66.0%，提高 2.3 个百分点。

各类型路面里程分别为：有铺装路面 229.51 万公里，其中沥青混凝土路面 64.19 万公里，水泥混凝土路面 165.32 万公里，分别增加 19.17 万公里、5.06 万公里和 14.10 万公里；简易铺装路面 50.35 万公里，减少 0.88 万公里；未铺装路面 143.89 万公里，减少 5.18 万公里。

我国沥青铺装路面仍有较大发展空间。发达国家的沥青路面占铺装公路总里程比重达到 95%左右，而我国这一数字在仅 15%左右。随着经济发展以及公路交通运输需求的不断增长，简易铺装和未铺装路面，在通行能力以及通行质量上，都越来越不能满足交通运输需求，而“白改黑”将是未来路面材料与施工的发展趋势。

Figure 16 我国公路仍有较大未铺装比例（2012年）



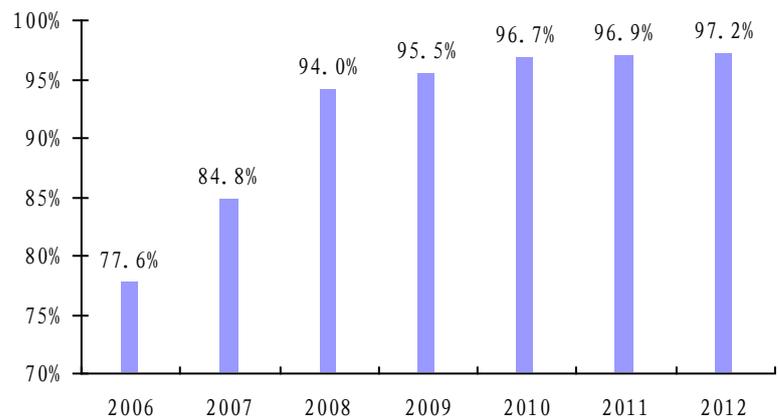
数据来源：交通运输部、世纪证券研究所

**路面养护在道路养护中居重要地位。**道路养护工程包括路面、路肩、路边、人行道、桥梁和交通服务设施等的养护，以及排水、冰雪的控制。道路养护随着等级的提高、交通量大增加和材料价格的增长，养护费用大量用于路面上，因此路面养护具有重要地位。

**路面养护需求将不断提升。**公路修好后一般3年左右就要进行预养护及小修。2012年全国公路养护里程411.68万公里，占公路总里程的97.2%，比上年末提高0.2个百分点，比2006年末的77.6%增加了19.6个百分点。“十二五”公路养护管理发展纲要在等级公路里程、铺装率、大中修里程以及养护废旧沥青循环利用率等方面都做出了要求。

早期修建的公路，存在着技术力量薄弱，机械装备落后，施工管理经验不足等客观因素，致使路面早期出现病害现象。同时，经济飞速发展，物资流通频繁，致使车流量远超原设计流量，再加上超载现象普遍，对道路损坏较大，路面养护需求越来越紧迫。据交通部预测，到2015年，国内公路养护设备市场需求将接近千亿元，潜在成长空间巨大。

Figure 17 我国公路养护里程占总里程比例



数据来源：交通运输部、世纪证券研究所

Figure 18 “十二五”公路养护管理发展规划主要目标

国道中二级及以上公路比重达到70%以上，消除国省干线公路中的断头路、等外路，同一省际通道相邻省区市公路技术等级基本匹配；

国省干线公路水泥、沥青路面铺装率达到95%以上，总体技术状况MQI达到80以上；

国道平均运行速度达到60公里/小时；

每年国省干线公路实施大、中修工程（含预防性养护）的里程比重不少于17%；

全国公路养护废旧沥青路面材料循环利用率达到40%，国省干线公路废旧沥青路面材料循环利用率达到70%，高速公路废旧沥青路面材料循环利用率达到90%；

数据来源：《“十二五”公路养护管理发展纲要》、世纪证券研究所

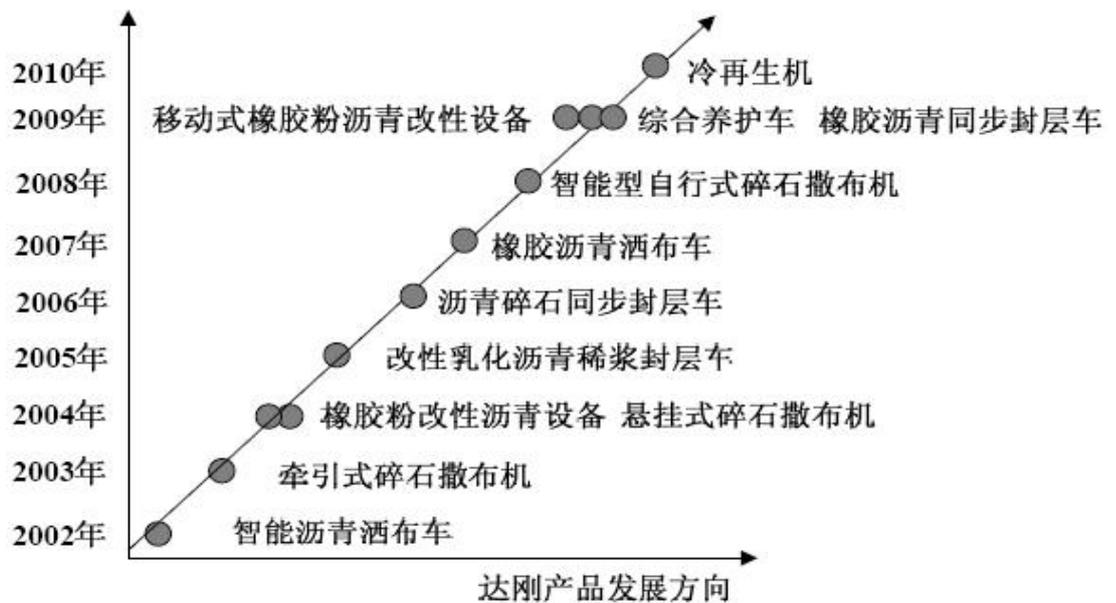
## 公司经营分析

### ■ 公司技术优势明显

公司拥有完全的自主知识产权。基于对沥青设备、材料及工艺的深刻理解和系统创新，公司开发了中国第一台自动加热、泵送和卸载功能的液态沥青运输车、中国第一台智能型沥青洒布车、世界第一台无辅助发动机无需标定的改性乳化沥青稀浆封层车等产品。

公司的核心技术整体上国内领先。与主要国际竞争对手相比，脱桶设备、沥青洒布车、沥青碎石同步封层车、稀浆封层车等产品的核心技术属于国际先进水平。公司是智能型沥青洒布车行业标准和沥青碎石同步封层车国家标准的起草者、制定者。

Figure 19 公司技术创新及产品创的路线图



数据来源：公司招股书、世纪证券研究所

公司产品盈利能力相对较强。一般的工程机械具有较强的通用性，例如推土机、压路机等可以用于建筑、公路、桥梁、港口、水利等多种施工领域。而路面机械的使用范围具有较强的针对性，几乎只能用于道路施工的路面施工环节。例如碎石撒布机和沥青洒布车分别只能用于碎石撒布和沥青洒布，摊铺机只能用于摊铺沥青或混凝土材料。专用性强的特点，决定了路面机械的各个子行业的毛利率水平高于整个工程机械行业。

Figure 20 公司产品盈利能力相对较强

	工程机械品种	毛利率
其他工程机械	压实机	3-10%
	装载机	5-19%
	推土机	15-30%
	挖掘机	5-20%
	起重机	10-28%
	路面机械	10-35%
	混凝土机械	25-40%
	达刚路机主要设备产品	
	稀浆封层车	40.8%
	沥青洒布车	47.5%
	液态沥青运输车	51.7%
	碎石洒布机	59.8%
	沥青改性设备	50.5%
	导热油沥青脱桶	65.2%
	沥青碎石同步封层车	40.7%

数据来源：公司年报、公司招股书、世纪证券研究所（公司数据为2013年毛利率水平）

### ■ 公司产品线丰富

**公司产品适用范围较广。**公司拥有从沥青加热、存储、运输设备，沥青深加工设备，到沥青路面施工专用车辆及筑养路机械的完整产品体系和技术方案，包括沥青脱桶设备、沥青运输车、智能型沥青洒布车、同步封层车、稀浆封层车、沥青改性设备、乳化沥青设备等产品。可以运用在不同类型、不同环境和不同工艺条件下的路面筑养路工程上。

**公司研发新产品能力较。**凭借技术实力，公司不断研发新产品。在2013年，公司新产品DK1800自行式道路扩宽机、YH5000沥青路面养护车、QS1600S扫地机均已完成图纸设计，进入试制阶段；SS6000自行式碎石撒布机完成样机组装，进入调试阶段。在研产品DGT900薄层罩面摊铺机完成试制，进入调试阶段；DGL5250TYH-R104沥青路面热再生养护车完成试制，进入调试阶段；FS2500粉料撒布机进入工地试用阶段。DGL5310TFC-T454型沥青碎石同步封层车、TGJ500灌缝机、DL2500路面冷再生机已投放市场并形成了销售。

**公司将受益路面养护设备需求。**在路面养护设备中，公司产品除了冷再生机以外，还有综合养护车、沥青洒布灌缝车、粉料撒布车、薄层罩面摊铺机、稀浆封层车等路面养护设备。随着国内公路网进入周期性养护高峰，以及旧路升级改造的进行，公司将收益巨大的养护设备需求。

Figure 21 普通公路主要的养护机械配备表(每百公里)

	规格参数(参考)	沥青路配备量 (台/套)	水泥路配备量 (台/套)	备注
多功能养护机	≥26千瓦	1-2	1-2	具有铣刨、破碎、装载、挖掘、清理、开沟等功能
路面破碎机	液压或气压	2-3	2-3	路面破碎
路面切割机	≥18cm	2-3	2-3	规范化路面修补、切割
吹风机		2-3	2-3	坑洞及伸缩缝清理
路面铣刨机	≥0.5m	1	1	铣刨宽度≥0.5m, 沥青或水泥路面铣刨
稀浆封层机	厚度3-12mm	1		沥青路面预防性养护
沥青路面维表处理设备	宽度2-6m	1		沥青路面预防性养护
沥青洒布车	≥2000L	1		沥青路面预防性养护及附着性改善。
沥青混凝土摊铺机	≤7m	1		摊铺宽度≤7m, 液压伸缩式熨平板摊铺机优先选择
沥青路面综合养护车	汽车底盘	1		料仓带自动加温、保温、搅拌、送料装置, 具有开挖、红外线加热、清理、沥青洒布、废料回收、压实等功能, 用于网裂、坑槽、拥包等维修作业
同步碎石封层机	智能型	1		沥青路面预防性养护及附着性改善
石屑撒布机	汽车底盘	2		沥青路面预防性养护及附着性改善
红外加热板	加热面积0.5-2平方米	2-4		用于路面网裂、坑槽、拥包等加热再生维护
灌缝机	≥100加仑	1	1	用于沥青水泥路面裂缝、伸缩缝局部更换等施工
开槽机	刀宽2.5-6mm	2-3	2-3	
钻孔机、注浆机			1	处理局部路基沉陷
路缘石机	25cm×25cm	1	1	路缘石成型

数据来源: 公路养护技术规范、世纪证券研究所

### ■ 工程业务为公司带来更大发展空间

近两年公司在斯里兰卡取得工程业务重大进展。公司在2011年6月第一次获得斯里兰卡公路局的二级公路升级改造项目, 合同金额达1.3亿美元, 截止目前已确认4.85亿元人民币。由于项目交付效果得到斯里兰卡方肯定, 公司在2013年12月及2014年1月又分别得斯里兰卡公路局0.44亿美元及0.22亿美元的道路改造升级工程合同。

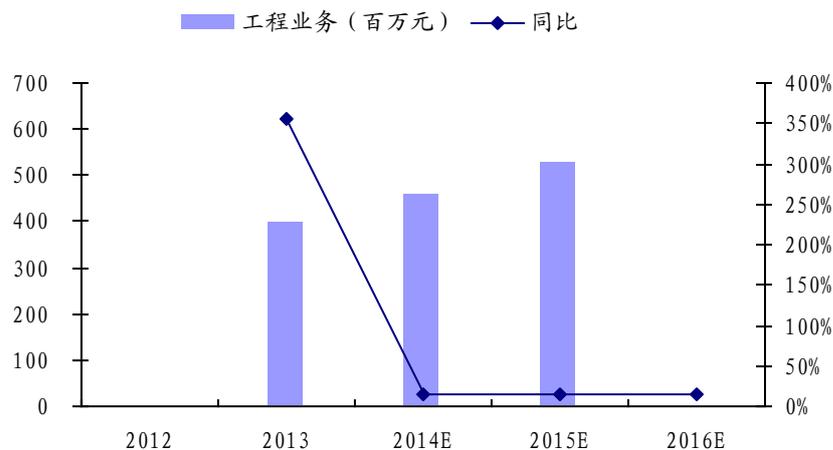
斯里兰卡国家公路发展局是该国的一级公路管理机构, 主要负责维护和开发包括A级干线和B级主干线的国家公路网, 并负责规划、设计和建设新的公路、桥梁及高速公路来完善现有的交通网; 公司与斯里兰卡国家公路发展局一直保持着良好的合作关系, 预计持续获得后续订单较为乐观。

Figure 22 公司不断获得工程合同

时间	项目	当事人	金额	期限
2011.6	二期公路升级改造项目	斯里兰卡公路局	1.31亿美元	工期2年, 缺陷责任期1年
2013.12	道路升级改造工程	斯里兰卡公路局	0.22亿美元	合同项目工期18个月, 缺陷责任期12个月
2014.1	道路升级改造工程	斯里兰卡公路局	0.44亿美元	合同项目工期2年, 缺陷责任期1年

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 23 工程业务发展为公司带来更大的发展空间



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

**工程业为公司带来更大发展空间。**虽然公司的核心业务主要还是以路面机械设备的研发制造销售为主，但涉足工程施工业务可以拓展公司的产业链，较快地增加业务规模，带动和促进公司相关产品的销售，同时也能更好的发挥产品的施工效果，必要时便于向客户进行施工效果展示，也便于公司新研发产品的实地试验。

公司 2013 年取得了陕西省住房和城乡建设厅颁发的“建筑业企业资质证书”，资质等级为：公路工程施工总承包三级、公路路面工程专业承包三级、公路路基工程专业承包三级。该资质的取得为公司开拓国内公路工程施工业务提供了准入条件，进一步增强了公司的核心竞争力。

## 盈利预测及投资评级

### 主要假设：

- 1) 随着养护设备需求的增长，以及工程业务带来的协同效应，公司设备收入在连续两年下滑后开始进入增长期，达约 30% 左右增速。
- 2) 斯里兰卡公路工程项目进展顺利，公司与斯里兰卡公路局保持良好合作关系，后续工程业务得以持续增长，达约两位数增速。
- 3) 设备毛利率随着新产品销售及养护设备增长，毛利率回复至 50% 以上水平；工程业务毛利处于 10% 左右水平；综合毛利率随设备收入占比提升而提升。
- 4) 费用保持平稳增长，由于工程业务占比在 2012 年后提升，实际所得税率由之前的 15% 左右提升至 20% 左右。

Figure 24 公司营业收入及毛利率预测 (百万元)

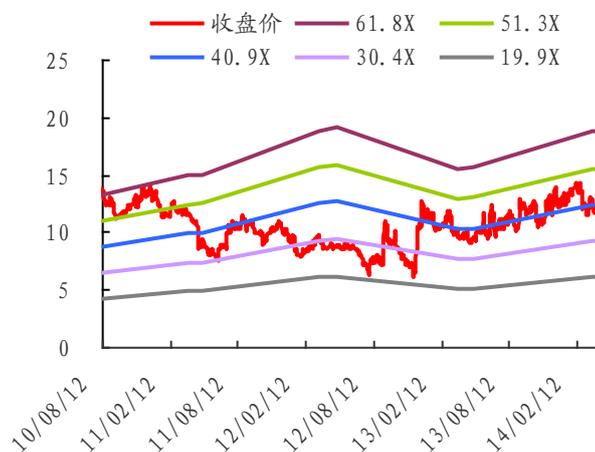
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>收入</b>									
设备	100.78	128.66	147.23	228.15	127.56	126.59	170.90	222.17	284.37
同比		27.7%	14.4%	55.0%	-44.1%	-0.8%	35.0%	30.0%	28.0%
工程类					87.47	397.53	457.16	512.02	573.46
同比						354.5%	15.0%	12.0%	12.0%
其他业务	3.09	4.88	5.84	5.67	26.81	9.75	10.73	11.80	12.98
同比		58.0%	19.7%	-2.9%	372.6%	-63.6%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	103.87	133.54	153.07	233.82	241.84	533.87	638.78	745.99	870.82
同比		28.6%	14.6%	52.8%	3.4%	120.8%	19.7%	16.8%	16.7%
<b>毛利率</b>									
设备	57.13%	53.15%	52.21%	41.81%	46.01%	42.60%	46.00%	50.00%	52.00%
工程类					8.58%	9.53%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	71.59%	79.94%	52.92%	27.82%	23.74%	52.72%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	57.56%	54.13%	52.24%	41.47%	30.00%	18.16%	20.26%	22.45%	24.18%

数据来源: wind、世纪证券研究所

依据假设条件我们预测, 2014-2016 年公司实现的营业收入分别为 6.4 亿元、7.5 亿元和 8.7 亿元; 实现的归属母公司所有者的净利润分别为 0.80 亿元、1.03 亿元和 1.31 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.62 元。

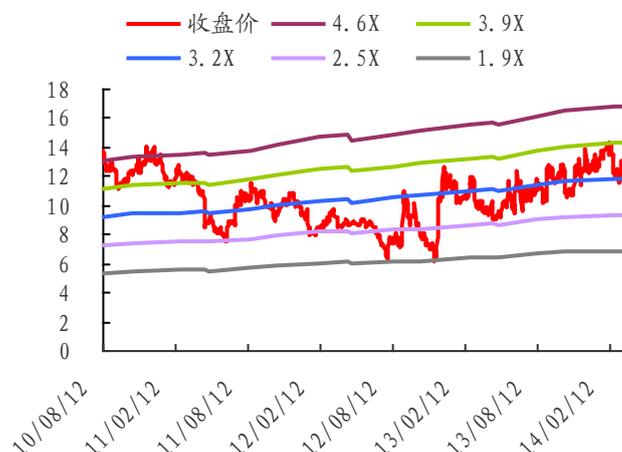
根据我们的盈利预测, 按照 4 月 3 日 12.17 元的收盘价, 公司 2014-2015 年的市盈率分别为 32 倍和 25 倍。考虑到公司工程业务的持续发展潜力和带动设备业务的协同效应, 以及国内养护设备市场快速发展的预期, 我们维持对公司“增持”的投资评级。

Figure 25 公司历史 PE



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 26 公司历史 PB



数据来源: wind、世纪证券研究所

### 风险提示

- (1) 海外工程业务订单及收入确认的不确定性;
- (2) 国内路面设备需求持续低迷;
- (3) 行业竞争加剧, 毛利率持续处于低位。

附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	786	915	1021	1171	<b>营业收入</b>	534	639	746	871
现金	534	613	672	766	营业成本	437	509	579	660
应收账款	167	199	233	272	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	6	7	9	10	营业费用	16	20	25	30
预付账款	2	2	3	3	管理费用	18	22	27	33
存货	69	81	93	106	财务费用	-19	-15	-16	-18
其他流动资产	9	11	12	14	资产减值损失	7	7	7	7
<b>非流动资产</b>	154	185	209	221	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	118	149	174	190	<b>营业利润</b>	73	94	123	158
无形资产	14	13	12	11	营业外收入	7	7	7	7
其他非流动资产	5	6	6	3	营业外支出	0	0	0	1
<b>资产总计</b>	941	1099	1230	1392	<b>利润总额</b>	80	101	130	164
<b>流动负债</b>	162	242	269	301	所得税	16	20	26	33
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	64	80	103	131
应付账款	92	108	122	140	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	70	134	147	161	<b>归属母公司净利润</b>	64	80	103	131
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0	EBITDA	64	92	122	157
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.38	0.49	0.62
其他非流动负债	1	0	0	0					
<b>负债合计</b>	164	242	269	301	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	212	212	212	212	<b>成长能力</b>				
资本公积	313	313	313	313	营业收入	120.8%	19.7%	16.8%	16.7%
留存收益	253	333	436	567	营业利润	25.9%	28.2%	30.9%	28.1%
归属母公司股东权益	777	857	961	1091	归属于母公司净利润	19.9%	25.5%	28.8%	26.6%
<b>负债和股东权益</b>	941	1099	1230	1392	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	18.2%	20.3%	22.4%	24.2%
					净利率 (%)	12.0%	12.6%	13.9%	15.0%
					ROE (%)	8.2%	9.4%	10.8%	12.0%
					ROIC (%)	19.4%	28.4%	32.2%	37.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	17.4%	22.0%	21.9%	21.6%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.84	3.78	3.79	3.89
					速动比率	4.42	3.44	3.45	3.54
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.63	0.64	0.66
					应收账款周转率	4	3	3	3
					应付账款周转率	8.37	5.09	5.03	5.04
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.38	0.49	0.62
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.00	0.52	0.40	0.51
					每股净资产 (最新摊薄)	3.67	4.05	4.54	5.15
					<b>估值比率</b>				
					P/E	40.30	32.12	24.94	19.71
					P/B	3.32	3.01	2.68	2.36
					EV/EBITDA	32	22	17	13

数据来源：天软科技、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**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。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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。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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.