

技术立身，向筑养路综合服务商奋进 增持 首次

投资要点：

- 科研实力突出，产品线丰富，不断推出新产品，挖掘新的利润增长点
- 积极进行业务模式和管理结构调整，效果将逐步显现
- 公司核心投资逻辑：技术立身、多方合作、多元发展

报告摘要：

- **科研实力突出，产品线丰富，不断推出新产品，挖掘新的利润增长点。**公司以技术立身，创始人之一的李太杰从1993年起就享受国务院“政府特殊津贴”，使公司具备朴素的科研基因。公司不断推出各类型产品，屡次获得包括第十届全国发明展览会银奖、中国工程机械年度产品TOP50等重要奖项。截至目前，公司手握208项专利，形成了三大系列，20多种类型高端智能化产品，其中智能型沥青洒布车、沥青碎石同步封层车、稀浆封层车和冷再生车是公司拳头产品。
- **积极进行业务模式和管理结构调整，效果将逐步显现。**全球经济持续低迷，下游需求萎缩，面对困难，2011年以来，公司积极进行业务模式和管理结构调整：1.涉足道路工程总包，以工程促产品销售；2.尝试融资租赁等更灵活的销售模式，解客户资本支出压力；3.引进战略合作者，深化与大型国有企业的合作，目前已与陕鼓集团进行换股，后者将成为公司第一大股东，在管理、境内外市场开拓等方面对公司产生极其深刻的影响。此外，我们预计，公司在不久的将来推出股权激励计划的可能性很高。
- **公司核心投资逻辑：技术立身、多方合作、多元发展。**
- **风险分析：**固定资产投资可能继续处于收缩态势，压制公司产品下游需求；海外项目运营风险。
- **盈利预测及投资价值：**预计公司14~16年EPS为0.34元、0.51元和0.72元，对应市盈率为55.0、37.1和26.0，首次给予增持评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	242	534	589	745	949
增长率(%)	3.4%	120.8%	10.4%	26.4%	27.4%
归母净利润(百万)	53	64	72	107	153
增长率(%)	-18.7%	19.9%	13.1%	48.1%	42.9%
每股收益	0.25	0.30	0.34	0.51	0.72
市盈率	74.6	62.2	55.0	37.1	26.0

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013年新财富最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

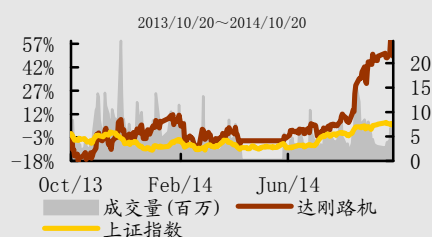
分析师：

周忠伟(S1180514070004)

电话：010-88013569

Email: zhouzhongwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《平潭发展：借定增进军健康医疗旅游产业 000592》

2014/10/20

《中小市值周报：保健品空间巨大，相关公司值得关注》

2014/10/19

《一生能有几回牛（秋季策略会专题报告）第六版》

2014/10/17

《硕贝德：全年高速增长无虞，四季度进入换挡期》

2014/10/14

《中小市值周报：高空风能，革命性的新能源》

2014/10/12

实习生苏锦河亦有贡献

目录

报告核心观点	4
一、从筑养路高端智能装备制造制造商，到综合服务提供商.....	5
二、公路筑养机械： 维养提供新机遇.....	7
三、科研实力突出，产品线丰富.....	9
四、直面困难，积极进行业务模式和管理结构调整.....	11
涉足工程总包	11
引入重要战略投资者	13
藉由融资租赁，促进业务拓展	15
五、盈利预测及投资价值分析.....	16
六、风险因素分析	17
附录一： 公司 7 大系列 20 多种类型产品详情	18
附录二： 盈利预测表	21

图表目录

图 1: 技术立身, 多方合作, 多元发展.....	4
图 2: 部分筑、养路机械设备在沥青公路路面中的使用 (以沥青混凝土摊铺工艺为例)	5
图 3: 公司综合毛利率 (不包括工程总包)	5
图 4: 公司收入构成随公司战略转变而变化.....	5
图 5: 公司三大设备系列.....	6
图 6: 2011 年起设备板块营收开始显著承压.....	6
图 7: 战略调整显著提升公司收入规模.....	6
图 8: 技术立身, 多方合作, 多元发展.....	7
图 9: 过去 20 年, 公路里程增长 2.89 倍.....	7
图 10: 过去 20 年, 高速公路里程增长 64.25 倍.....	7
图 11: 近 10 年的年度新建公路里程.....	8
图 12: 我国民用汽车保有量已经达到可观水平.....	8
图 13: 我国汽车保有量水平还有巨大的提升空间.....	8
图 14: 公路改建具有一定周期性.....	9
图 15: 公路新建、改建和养护的财政支出 (亿元)	9
图 16: 公司一直都很重视研究队伍建设.....	9
图 17: 近 10 年, 公司不断推出新产品.....	10
图 18: 截至目前, 公司已获专利总数达到 208 项.....	11
图 19: 斯里兰卡路网投资分布 (%)	13
图 20: 13~17 斯里兰卡投资计划 (单位: 十亿卢比)	13
图 21: 公司与陕鼓集团战略合作协议的主要内容.....	13
图 22: 陕鼓集团主营包括三大业务板块.....	14
图 23: 陕鼓动力“两个转变”经营战略.....	14
图 24: 向系统服务商和运营商转变.....	15
图 25: 2013 年陕鼓动力三大业务.....	15
图 26: 我国融资租赁业经历了四个发展阶段.....	15
图 27: 2013 年底共有 1026 家融资租赁企业.....	16
图 28: 2013 年底融资租赁合同余额达 21000 亿元.....	16
图 29: 公司与华融金融租赁的合作采取直租和回租两种形式.....	16
表 1: 公路“十二五”规划里程目标已很接近.....	8
表 2: 公司产品屡获大奖.....	10
表 3: 公司在研项目.....	11
表 4: 公司主要在手工程总包项目.....	12
表 5: 达刚路机主要财务信息.....	17
表 6: 公司形成 7 大系列 20 多种类型产品.....	18

报告核心观点

科研实力突出，产品线丰富，不断推出新产品，挖掘新的利润增长点。公司前身为成立于 2002 年的达刚机电，长期专注于路面修筑、养护相关机械的研发、生产和销售。以技术立身，创始人之一的李太杰先生从 1993 年起就享受国务院“政府特殊津贴”，使公司具备了朴素的科研基因，非常重视研发投入。在强大的研发实力支撑下，公司不断推出沥青路面筑、养路机械设备，并屡次获得重要奖项，包括第十届全国发明展览会银奖、中国工程机械年度产品 TOP50 等。而且，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，足见公司研发实力的认可度。截至目前，公司手握 208 项专利，形成了沥青加热/存储/运输类、沥青深加工类和沥青路面筑养护类三大设备系列，20 多种类型高端智能化产品，其中智能型沥青洒布车、沥青碎石同步封层车、稀浆封层车和冷再生车是公司拳头产品。

积极进行业务模式和管理结构调整，效果将逐步显现：

- **涉足道路工程总包，以工程促产品销售。**从 2011 年开始，公司做出战略调整，开始涉足道路工程总包业务，探索以工程承包带动设备销售的业务模式，事实证明，涉足工程总包为公司在行业低谷实现进一步成长提供了重要支持。2011 年至今，公司先后与斯里兰卡国家公路局签署总额达 1.97 亿美元的合同，其中部分项目今年将顺利完结，
- **尝试融资租赁等更灵活的销售模式。**2014 年 5 月，公司与华融金融租赁股份有限公司签署合作协议，开展基于公司生产产品的融资租赁业务。
- **引进战略合作者，深化与大型国有企业的合作。**2014 年 6 月，公司实际控制人孙建西和李太杰与陕鼓集团进行换股，目前西安市国资委已经同意该交易，完成后，陕鼓集团将成为公司第一大股东。陕鼓集团是西安市国资委控股的大型国企，本次合作将在管理、境内外市场开拓等方面对公司产生极其深刻的影响。

图 1：技术立身，多方合作，多元发展

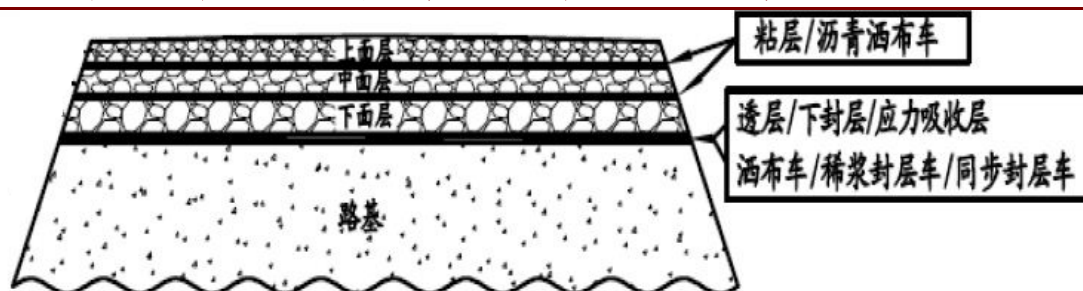


资料来源：公司公告，宏源证券

一、从筑养路高端智能装备制造制造商，到综合服务提供商

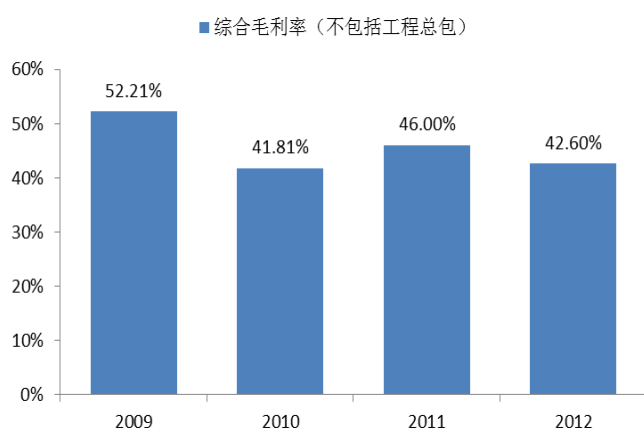
公司前身为成立于 2002 年的达刚机电，长期专注于路面修筑、养护相关机械的研发、生产和销售，并从 2011 年起涉足道路工程总包业务。

图 2：部分筑、养路机械设备在沥青公路路面中的使用（以沥青混凝土摊铺工艺为例）



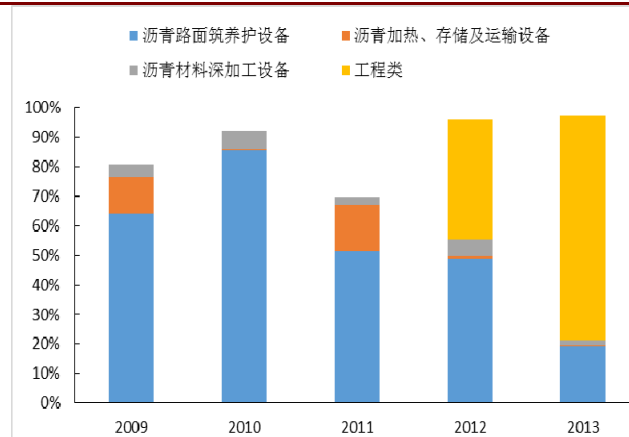
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 3：公司综合毛利率（不包括工程总包）#



资料来源：wind，宏源证券

图 4：公司收入构成随公司战略转变而变化



资料来源：wind，宏源证券

公司以技术立身，成立当年推出的智能沥青洒布车先后荣获 2005 年陕西省专利奖一等奖、第十五届全国发明展览会银奖、2006 年西安市科学技术二等奖，并入选 2006 年度中国工程机械年度产品 TOP50。此后，公司先后研发推出一系列产品，形成了**沥青加热/存储/运输类**、**沥青深加工类**和**沥青路面筑养路类**三大设备系列，其中智能型沥青洒布车、沥青碎石同步封层车、稀浆封层车和冷再生车是公司拳头产品。

图 5：公司三大设备系列

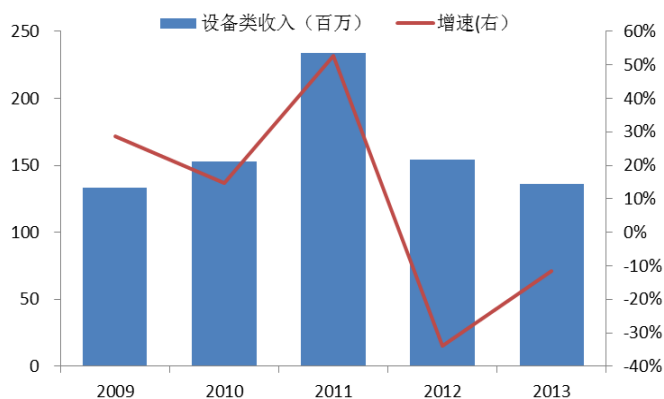


资料来源：公司公告，宏源证券

近几年，全球经济持续低迷，我国处于经济转型期，国内固定资产投资增速下行显著，公司设备销售承压。面对困难，2011 年以来，公司积极进行业务模式和管理结构调整：

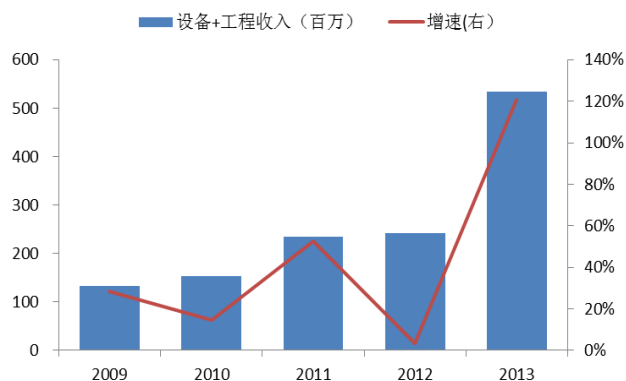
1. **涉足道路工程总包。**从 2011 年开始，公司做出战略调整，开始涉足道路工程总包业务，探索以工程承包带动设备销售的业务模式，事实证明，涉足工程总包为公司行业低谷实现进一步成长提供了重要支持。2011 年至今，公司先后与斯里兰卡国家公路局签署总额达 1.97 亿美元的合同，其中部分项目今年将顺利完结。

图 6：2011 年起设备板块营收开始显著承压#



资料来源：Wind，宏源证券

图 7：战略调整显著提升公司收入规模



资料来源：Wind，宏源证券

2. **尝试融资租赁等更灵活的销售模式。**2014 年 5 月，公司与华融金融租赁股份有限公司签署合作协议，开展基于公司生产产品的融资租赁业务。
3. **引进战略合作者，深化与大型国有企业的合作。**2014 年 6 月，公司实际控制人孙建西和李太杰与陕鼓集团进行换股，目前西安市国资委已经同意该交易，完成后，陕鼓集团将成为公司第一大股东。

我们认为，公司未来的战略可以用“技术立身、多方合作、多元发展”十二个字来概括：继续加强科研投入，推出更多适应市场需求的产品，是为技术立身；公司将与能够带动公司进一步发展的实力型企业展开深入合作，提升公司管理水平和市场开拓能力，是为多方合作；继续扩展产品品类，扩展业务范畴，纵向拓展，同时适度进行横向扩张，是为多元发展。此外，考虑到公司对于技术团队的依赖性、与陕鼓集团的合作协议内容，公司在近期一段时间

内推出股权激励计划的可能性很高。

图 8：技术立身，多方合作，多元发展



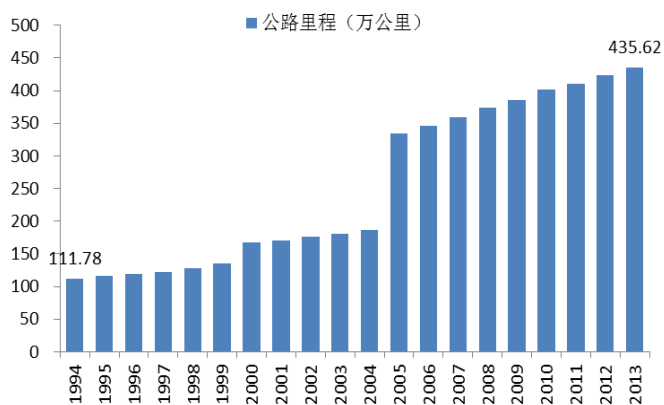
资料来源：公司公告，宏源证券

二、公路筑养机械：维养提供新机遇

汽车、火车、飞机和轮船是当今世界最核心的四大运输工具，构成了人类生产和生活活动的必备支撑体系。其中火车、飞机和轮船构成人类运输系统的大动脉部分，适合长距离运输，而汽车依靠其灵活性，支撑起点对点的中短距离运输体系，相应的，公路就成为区域内经济活动和生活便利性的重要保障。

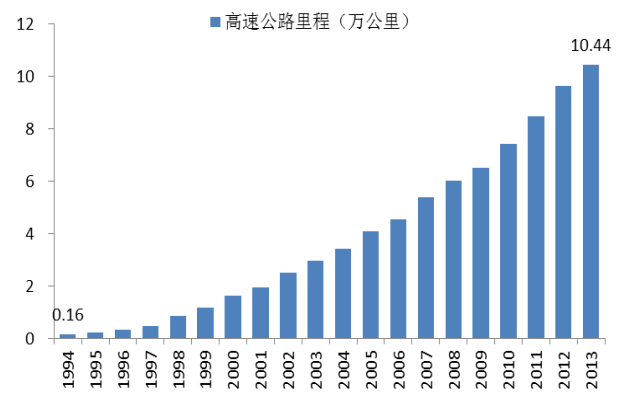
从我国国内来看，过去 20 年，“要想富，先修路”形成朴素社会共识，各等级公路建设突飞猛进，公路里程迅速增长，截至 2013 年底，公路总里程达到 435.62 万公里，增长 2.89 倍，高速公路里程达到 10.44 万公里，增长 64.25 倍，是我国黄金十年经济发展的重要支撑力量之一。

图 9：过去 20 年，公路里程增长 2.89 倍



资料来源：Wind，宏源证券

图 10：过去 20 年，高速公路里程增长 64.25 倍



资料来源：wind，宏源证券

从目前各等级公路的保有量来看，已经比较接近“十二五”规划目标，我国公路网覆盖范围已经非常广泛。

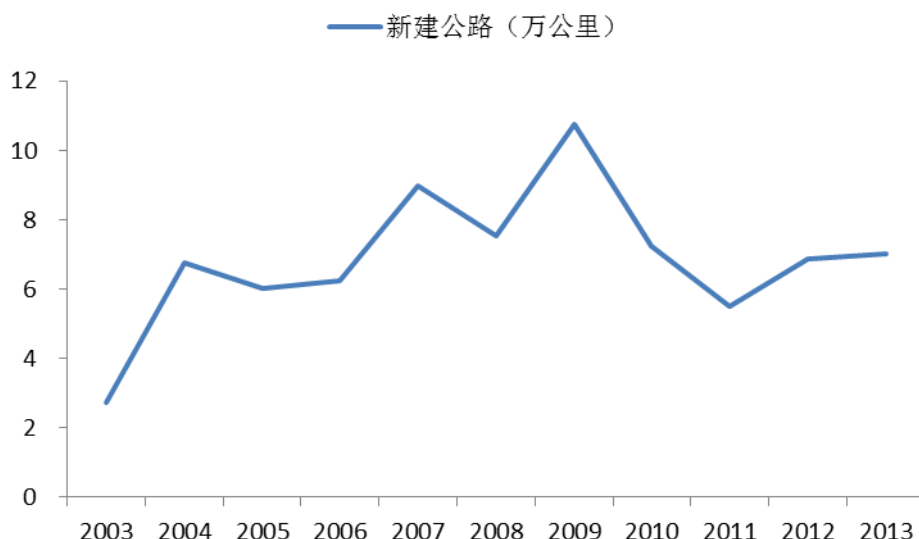
表 1: 公路“十二五”规划里程目标已很接近

	2013 年	2015 年 (“十二五”末)
公路总里程 (万公里)	435.62	450
高速公路里程 (万公里)	10.44	10.8
二级以上公路总里程 (万公里)	52.44	65

资料来源: 交通“十二五”规划, 宏源证券

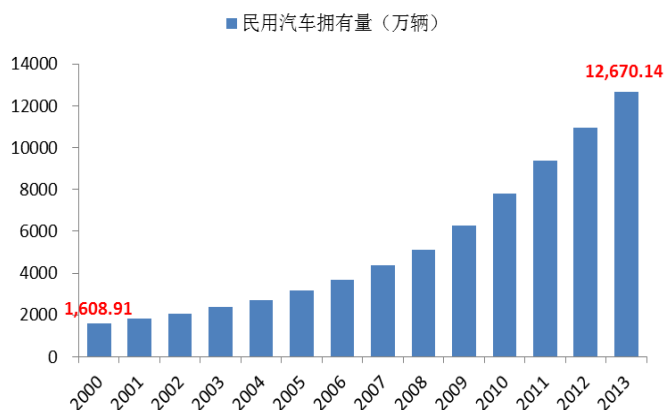
同时, 考虑到在未来较长时期内, 我国经济仍将维持中高速增长, 公路系统仍将承担重要的物流任务, 而我国千人汽车保有量水平仍远低于世界发达国家水平, 随着国民收入水平的进一步提升, 我国汽车总保有量仍将进一步提高, 对公路系统建设的要求将长期存在, 并对公路运营质量提出更高要求。我们预计, 未来较长一段时期内, 年新增公路里程在 7 万公里左右, 而“公路后市场 (改建+养护)”将逐渐变得更加活跃, 投资进一步加大, 相应的公路养护设备需求进一步提升。

图 11: 近 10 年的年度新建公路里程



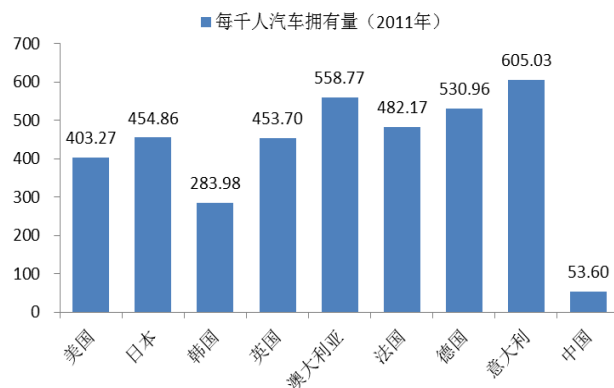
资料来源: wind, 宏源证券

图 12: 我国民用汽车保有量已经达到可观水平



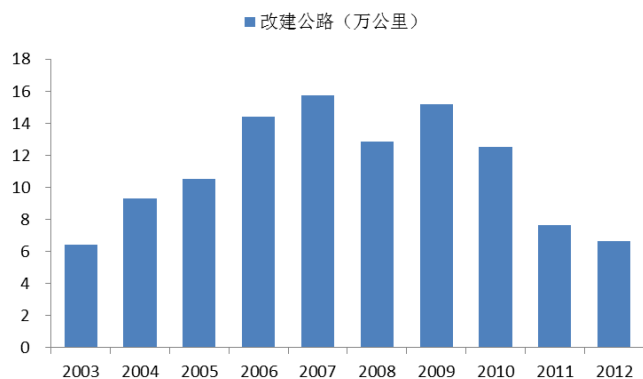
资料来源: Wind, 宏源证券

图 13: 我国汽车保有量水平还有巨大的提升空间



资料来源: world bank, 宏源证券

图 14: 公路改建具有一定周期性



资料来源: Wind, 宏源证券

图 15: 公路新建、改建和养护的财政支出 (亿元)

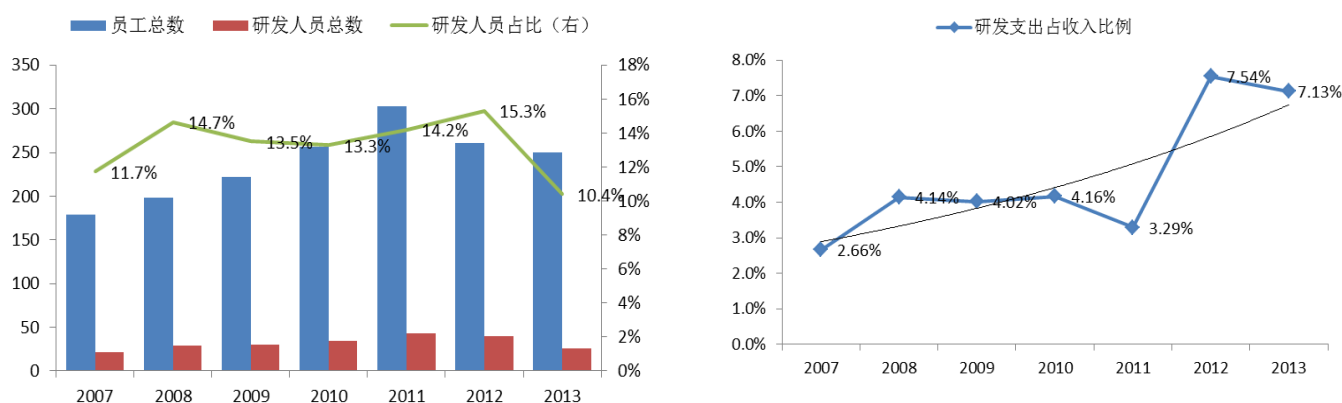


资料来源: wind, 宏源证券

三、科研实力突出，产品线丰富

公司创始人之一的李太杰先生从 1993 年起就享受国务院“政府特殊津贴”，历任辽宁省交通厅公路局机械处技术员、西安公路学院筑机系主任等，使公司具备了朴素的科研基因，一直都非常重视研发团队建设和投入。

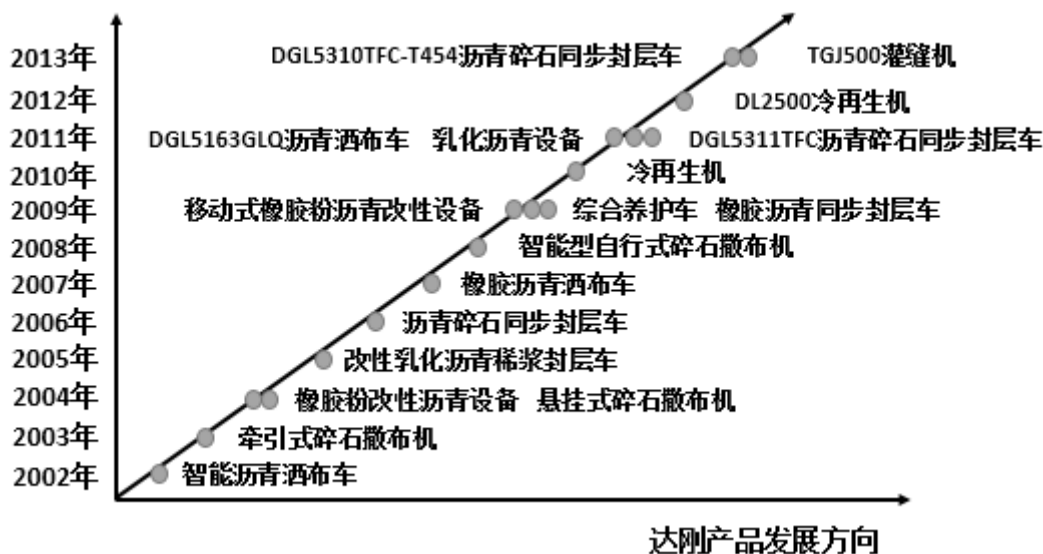
图 16: 公司一直都很重视研究队伍建设#



资料来源: 公司公告, 宏源证券

在强大的研发实力支撑下，公司不断推出沥青路面筑、养路机械设备，并屡次获得重要奖项，包括第十届全国发明展览会银奖、中国工程机械年度产品 TOP50 等。此外，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，足见公司研发实力的认可度。

图 17: 近 10 年, 公司不断推出新产品



资料来源: 公司公告, 宏源证券

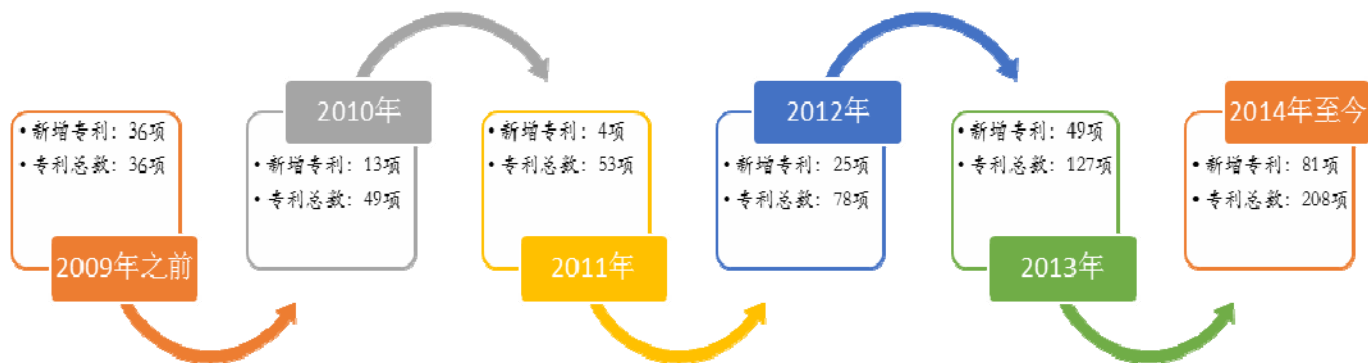
表 2: 公司产品屡获大奖

时间	产品名称	获奖情况
2009 年之前	SX5160GLQ 智能型沥青洒布车	2006 中国工程机械年度产品 TOP50
	SX5255TBS 型沥青碎石同步封层车	2007 中国工程机械年度产品 TOP50
	SX5255GLQ 智能型橡胶沥青洒布车	2008 中国工程机械年度产品 TOP50
	SX5190GLQ 智能型沥青洒布车	第十五届全国发明展览会银奖; 西安市科学技术奖二等奖
	新型沥青碎石同步封层车	第十一届中国专利优秀奖
2010 年	智能型沥青洒布车	第二届全国用户满意的筑养路机械第一名
	沥青碎石同步封层车	陕西省火炬计划项目
2011 年	改性乳化沥青稀浆封层车	陕西省科学技术三等奖
	DGL5310TXJ 微表处/稀浆封层车	2010 中国工程机械年度产品 TOP50 之应用贡献奖
	沥青碎石同步封层车	西安市科学技术二等奖
2012 年	DGL5311TFC 沥青碎石同步封层车	2011 年中国工程机械年度产品 TOP50
2013 年至今	DL2500 冷再生机	2013 年中国工程机械年度产品 TOP50

资料来源: 公司公告, 宏源证券

截至目前, 公司已获专利总数达到 208 项, 形成 7 大系列 20 多个类型的产品 (详细见附录一), 产品出口至俄罗斯、印度、巴西、澳大利亚、阿尔及利亚等多个国家和地区。

图 18：截至目前，公司已获专利总数达到 208 项



资料来源：公司公告，宏源证券

截至 2014 年上半年，公司在研项目进展顺利，我们预计，以强大的研发实力为基础，公司未来将继续以客户需求为导向不断推陈出新，不断进行内生和外延扩张，不断挖掘新的利润增长点。

表 3：公司在研项目

在研项目	进展情况
DK1800 自行式道路扩宽机	完成试制，进入调试阶段
YH5000 沥青路面养护车	完成调试，进入工地试用阶段
QS1600S 扫地机	完成图纸设计，进入试制阶段
SS6000 自行式碎石撒布机	完成结构件优化，进入试验阶段
DGT900 薄层罩面摊铺机	完成试制，进入工地试用阶段
DGL5250TYH-R104 沥青路面热再生养护车	进入局部优化阶段

资料来源：公司公告，宏源证券

四、直面困难，积极进行业务模式和管理结构调整

近几年，全球经济持续低迷，我国处于经济转型期，国内固定资产投资增速下行显著，公司设备销售承压。面对困难，2011 年以来，公司积极进行业务模式和管理结构调整，所谓“穷则变，变则通，通则久”，我们预计，这些调整未来很有可能将显著改善公司的成长路径。

涉足工程总包

2011 年，公司提出要“探索以工程承包带动设备销售的业务模式”，当年 6 月，公司取得《中华人民共和国对外承包工程资格证书》，并于 6 月底与斯里兰卡国家公路局签署协议，参与斯里兰卡二期公路升级改造项目，之后又先后获得多个斯里兰卡公路项目。

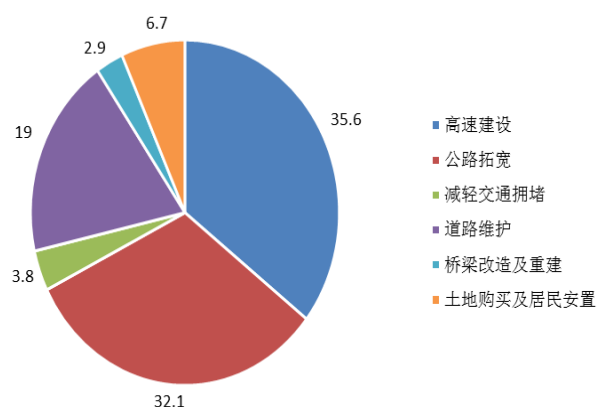
表 4: 公司主要在手工程总包项目

项目 名称	合同 金额	合同 工期	具体 内容	进展
斯里兰卡 RDA/RNIP/PRP2 /PACKAGE-C/C1 3、C7 和 C15 公 路升级改造	1.31 亿 美元	3 年（合同 项目工期 2 年，缺陷 责任期 1 年）	涵盖 3 个合同包，共 6 条道路的改扩建项目，合计 137.87 公里。合同金额的 30% 支付美元，剩余 70% 支付斯里兰卡卢比。 2011 年 8 月，与中交第二公路工程局签署 C15 标段和 C7 部分标段的分包合同，金额 8612 万美元，其中 29% 将作为管理费归属达刚路机。 2011 年 9 月，与斯里兰卡 MAGA 工程有限公司签署 C13 标段的分包合同。 2011 年 10 月，与斯里兰卡 ACCESS 工程有限公司签署 C7 部分标段的分包合同。	截止 2014 年 6 月 30 日，中交第二公路工程局所分包标段完成了合同额的 96.95%，斯里兰卡 MAGA 工程所分包标段完成了合同额的 99.85%，斯里兰卡 ACCESS 工程所分包标段完成了合同额的 83.09%。 斯里兰卡公路局同意 C7iii 项目竣工日期延至至 2014 年 12 月 23 日。。
斯里兰卡 RDA/RNIP/PRP3 /PHASE-1/PACH AGE-3 公路升级 改造	2208 万 美元	合同项目 工期 18 个 月，缺陷责 任期 12 个 月	涵盖 2 条道路的改扩建项目，合计 18.56 公里	截至 2013 年底，尚在实施准备工作
斯里兰卡 RDA/RNIP/PRP3 /Phase-1 (Lot2) /PackageC13 道 路升级改造	4402 万 美元	合同项目 工期 2 年， 缺陷责任 期 1 年	1 条道路的改扩建项目，合计 26 公里	截至 2013 年底，尚在实施准备工作

资料来源：公司公告，宏源证券

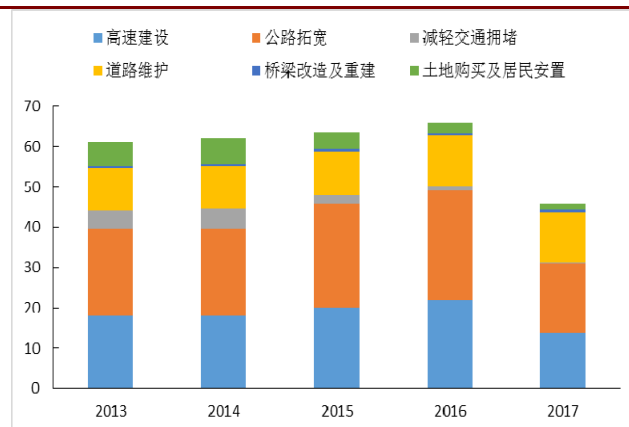
公司目前的总包项目主要来自斯里兰卡，该国受国土面积的限制（仅为 6.56 万平方公里），以公路运输为主要交通运输方式。由于斯里兰卡的道路大多是 50 年前修筑而成，目前承载能力有限，亟需提升公路的通行能力和通行效率，该国未来三到五年内将大力投资进行路网改造，我们预计公司将有望进一步获得其他订单。此外，考虑到东南亚及南亚地区道路建设不足的问题普遍存在，随着我国在亚洲地区发挥更多的领袖作用，对该地区其他国家支持力度的进一步增大，公司亦有望获得该区域更多的工程总包项目。

图 19: 斯里兰卡路网投资分布 (%)



资料来源: RDA, 宏源证券

图 20: 13~17 斯里兰卡投资计划 (单位: 十亿卢比)



资料来源: RDA, 宏源证券

引入重要战略投资者

在 2013 年年报中, 公司就提出“充分调动各种内外部资源积极应对 (经营风险), 特别要加强与大型国有外向型企业的合作, 不断提高公司的抗风险能力”。2014 年 6 月, 公司实际控制人孙建西和李太杰与陕鼓集团进行换股交易, 陕鼓集团受让公司 29.95% 的股份, 孙建西、李太杰受让陕鼓动力 3% 的股份。交易完成后, 陕鼓集团成为公司第一大股东。2014 年 7 月, 公司从陕鼓集团引进 2 名高级管理人员分别担任总经理及财务总监。

图 21: 公司与陕鼓集团战略合作协议的主要内容

公司实际控制人孙建西和李太杰以大宗交易、协议转让等形式向陕鼓集团转让其所持达刚路机共计 6341.4 万股股份, 占达刚路机股本总额的 29.95%, 价格为 10.04 元/股。转让完成后, 陕鼓集团将成为公司第一大股东。陕鼓集团以大宗交易等形式, 向孙建西和李太杰转让所持有的控股子公司陕鼓动力 4916.3 万股股份, 占陕鼓动力总股本的 3%。

双方承诺, 各自所持达刚路机股份, 自交割完成之日起, 三十六个月之内除非经对方书面同意, 不得以任何形式对外 (指除出让方、受让方外的任何第三方) 转让或处分。

公司核心技术人员及管理人员与公司签署有效期限不低于三年的新劳动合同; 转让交割完成后, 公司未来可适时推出员工激励计划。

双方同意共同促进公司业务从工程设备供应商向公路系统工程装备及服务提供商的方向转型。

陕鼓集团将根据经双方一致同意的公司未来三年业务发展规划, 向公司提供必要的战略性财务和信用支持, 分阶段提供累计 (存量) 不超过 20 亿元人民币授信担保, 具体金额根据双方拟定的业务发展规划确定。

资料来源: 公司公告, 宏源证券

本次合作是公司进行战略调整的重要举措, 将在管理、境内外市场开拓等方面对公司产生极其深刻的影响。陕鼓集团是西安市国资委控股的大型国企, 是提供全方位动力设备系统问题的解决方案商和系统服务商, 主要业务板块包括能量转换装备制造、能量转化系统服务及能量基础设施运营。2013 年陕鼓集团实现营业收入 64.03 亿元, 旗下控股子公司陕鼓动力

是集团的经营主体，2013 年营业收入为 62.50 亿元。

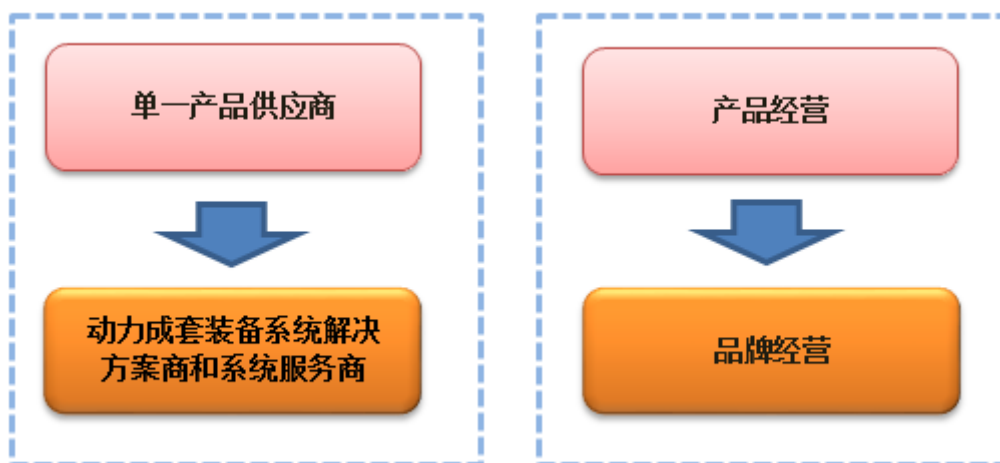
图 22：陕鼓集团主营包括三大业务板块

能量转换装 备制造	能量转化系 统服务	能量基础设 施运营
<ul style="list-style-type: none"> 节能环保技术 及装备 仪器仪表 	<ul style="list-style-type: none"> 工程成套 服务产业 物流贸易 自动化产业 融资服务 	<ul style="list-style-type: none"> 水处理 气体业务 房地产开发及 租赁

资料来源：陕鼓集团官网，wind，宏源证券

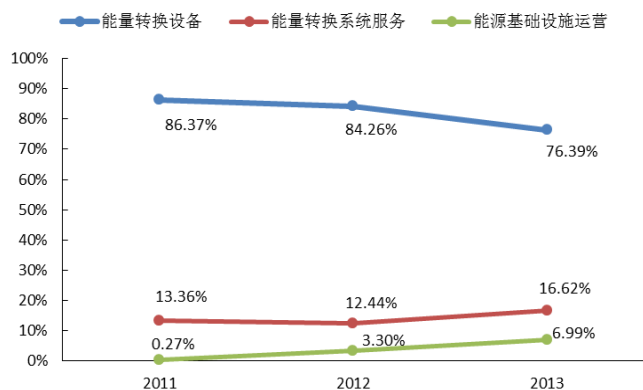
公司有望借鉴陕鼓集团转型经验，向综合服务提供商转型。陕鼓集团主要经营主体陕鼓动力曾以风机销售为主，2003 年以来积极推进“两个转变”的发展战略。目前，陕鼓动力三大业务逐渐明晰：能量转换设备、能量转换系统服务和能源基础设施运营。2013 年，陕鼓动力三大业务板块收入占比分别为 76.39%、16.62%及 6.99%。按照公司规划，到 2015 年，三大业务板块收入各占到三分之一。引进陕鼓集团，公司可借鉴陕鼓动力的成功转型经验，由设备制造商向综合服务提供商转型，深化纵向扩张，加大横向扩张力度。

图 23：陕鼓动力“两个转变”经营战略



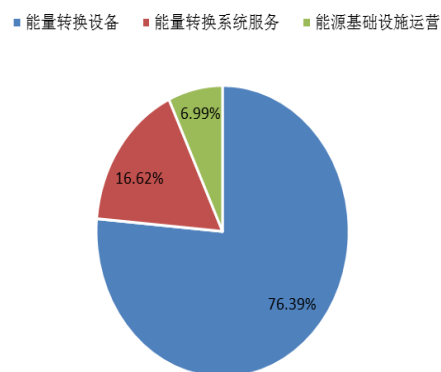
资料来源：Wind，宏源证券

图 24: 向系统服务商和运营商转变



资料来源: Wind, 宏源证券

图 25: 2013 年陕鼓动力三大业务



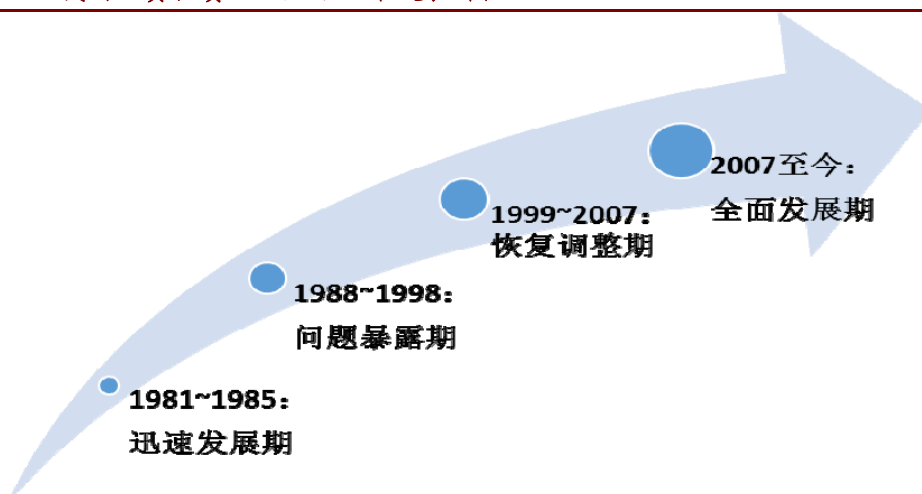
资料来源: Wind, 宏源证券

藉由融资租赁，促进业务拓展

现代融资租赁始于“二战”后的美国，经过几十年的发展，如今已成为全球第三大金融工具（仅次于银行信贷和证券）。融资租赁改变了传统的融资形式，极大地解决了企业融资难的问题。目前全球大约有三分之一的固定资产投资是通过融资租赁完成的。

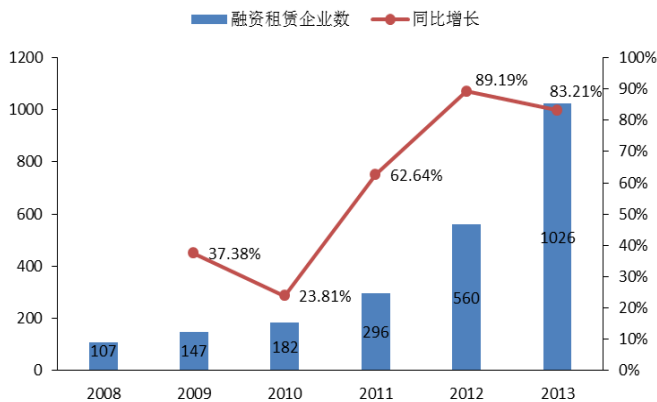
我国于上世纪 80 年代引入融资租赁，到目前为止大致经历了四个发展阶段：迅速发展期（1981~1987）、问题暴露期（1988~1998）、恢复调整期（1999~2007）、全面发展期（2007 至今），现阶段正处于全面发展期。2013 年底，全国经营融资租赁的企业由 2008 年的 107 家增加至 1026 家，融资租赁合同余额由 2008 年的 1550 亿元增加至 21000 亿元，预计未来将扮演更加重要的融资渠道角色。

图 26: 我国融资租赁业经历了四个发展阶段



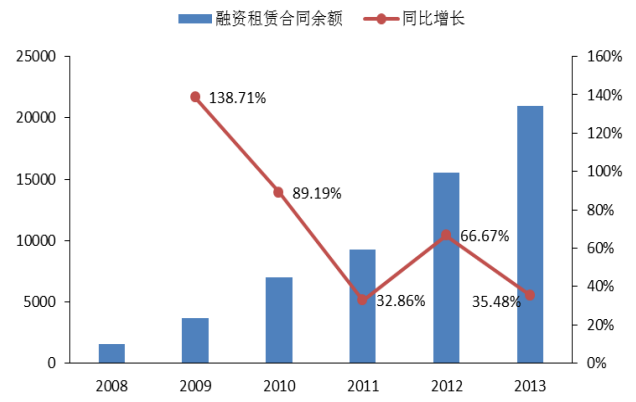
资料来源: 互联网, 宏源证券

图 27: 2013 年底共有 1026 家融资租赁企业



资料来源: Wind, 宏源证券

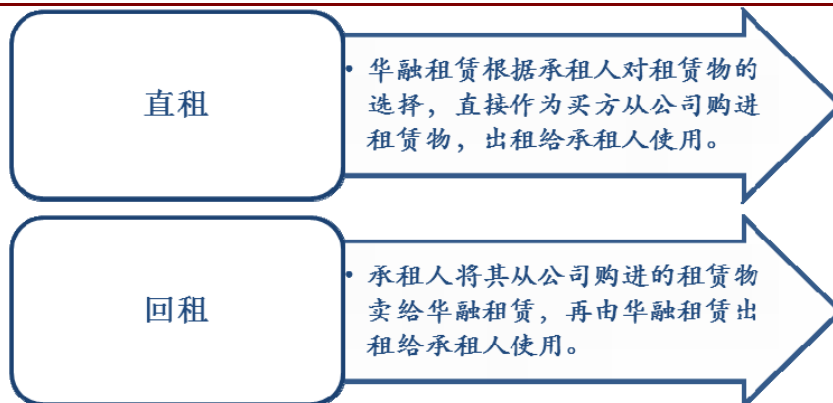
图 28: 2013 年底融资租赁合同余额达 21000 亿元



资料来源: Wind, 宏源证券

早在 2011 年报中, 公司就提出, 要“尝试以租代买、融资租赁等更加灵活、积极的销售方式”。2014 年 5 月, 公司与华融金融租赁股份有限公司签署《融资租赁合作协议》, 采取直租或回租的形式, 开展以公司自主生产的产品为标的的融资租赁合作, 额度为 1 亿人民币。华融租赁是国内最早成立的融资租赁公司之一, 公司资产总额达 600 多亿, 我们认为该合作也属于公司“与大型国有外向型企业合作”的组成部分, 有利于公司进一步开展工程总包业务, 及设备销售业务。

图 29: 公司与华融金融租赁的合作采取直租和回租两种形式



资料来源: 公司公告, 宏源证券

五、盈利预测及投资价值分析

我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.34 元、0.51 元和 0.72 元, 对应市盈率分别为 55.0、37.1 和 26.0。公司科研实力强劲, 产品线丰富, 并在积极进行经营模式和管理结构调整, 我们看好公司后续发展, 首次给予公司增持评级

表 5：达刚路机主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	242	534	589	745	949
同比增长(%)	3.4%	120.8%	10.4%	26.4%	27.4%
营业利润(百万元)	58	73	83	125	181
同比增长(%)	-23.9%	25.9%	12.8%	51.3%	44.3%
归属母公司净利润(百万元)	53	64	72	107	153
同比增长(%)	-18.7%	19.9%	13.1%	48.1%	42.9%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.34	0.51	0.72
毛利率(%)	30.0%	18.2%	19.5%	22.1%	24.3%
净利率(%)	22.1%	12.0%	12.3%	14.4%	16.1%
净资产收益率(%)	7.5%	8.5%	9.0%	12.3%	15.7%
市盈率	74.6	62.2	55.0	37.1	26.0
市净率	5.5	5.1	4.8	4.4	3.8

资料来源：宏源证券

六、风险因素分析

我们认为，主要风险有两个：

1. 全球经济依然低迷，我国仍处于经济转型阶段，固定资产投资可能继续处于收缩态势，压制公司产品下游需求。
2. 公司工程总包项目可能主要来自海外，而海外政治、经济等风险因素具有很高的不确定性，可控性差。

附录一：公司 7 大系列 20 多种类型产品详情

表 6：公司形成 7 大系列 20 多种类型产品

产品大类	产品细分	产品展示	产品简介
沥青洒布车系列	抗滑型智能沥青洒布车		用于高速公路沥青路面预防性养护，高等级公路沥青路面底层的透层、防水层、粘结层的洒布的修筑，能提高路面的抗滑性能、避免水损害，达到保护路面结构，延长路面使用寿命的目的。
	5000L/8000L/12000L 智能型沥青洒布车		该系列产品由高智能工业计算机控制，可确保精确的沥青洒布均匀度及洒布精度，获得 2006 中国工程机械年度 TOP50 产品等荣誉。
	橡胶粉智能沥青洒布车		该产品是针对橡胶沥青极易沉淀、离析、洒布温度高、洒布量大及粘度大等特点而专门研制的智能化产品。在施工中不仅可以洒布橡胶沥青，还可洒布乳化沥青、稀释沥青、热沥青、重交沥青及高粘度的改性沥青。
碎石同步封层车系列	DGL5311TFC /DGL5310TF C/DGL5255T BS 沥青碎石同步封层车		用于路面的下封层、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（撒）布。具有沥青、碎石洒（撒）布均匀、精度高的优点。
微表处/稀浆封层车	纤维微表处/稀浆封层车		该车可作稀浆封层及微表处的路面养护工程，亦可用于高等级路面施工中的下封层及桥面处治作业。由于增加了纤维功能模块，可有效防止路面开裂，提高路面抗反射裂缝性能，延长路面使用寿命。
	微表处/稀浆封层车		具有无辅助发动机、无需重新标定、计量准确、摊铺质量好的特点。曾荣获中国工程机械年度产品 TOP50 应用贡献金奖。

液态沥青运输车系列

整车式/半挂式液体沥青运输车



采用自动点火热油燃烧器加热、保温。具有沥青自流卸出、泵压卸出、泵吸装罐、原地输送等功能。而且保温性好，运载量大，适应性强。获省科技进步二等奖，专利金奖。

储料式路面养护车



DGL5123TYH-C053 型沥青混合料加热保温运输车除了具有沥青加热、保温及喷洒、混合料加热保温及自动送料和运输功能之外，还可选装切割、破碎、除尘、压实等，能够快速高效地一次性完成路面坑槽修补作业，极大的提高工作效率和施工质量。

旋转料仓式养护车



具有废旧沥青混合料、冷料、新料加热功能。可应用于沥青路面凹坑、龟裂等多种病害的修补。

沥青路面养护车



具有沥青路面切割、破碎、吹尘、沥青加热保温及喷洒、混合料加热拌和、旧沥青混合料再生、夯实、压实等多项功能，是一款多功能沥青路面养护设备。

路面养护设备

路面综合养护车



该车主要用来完成普通公路及高等级公路路面坑槽修补作业。

灌缝机



是公司研制的新一代拖式灌缝机，采用不开槽压力灌缝工艺，相比较采用开槽灌缝工艺的灌缝机具有明显技术优势。

沥青灌缝洒布车



主要用于沥青路面裂缝处置、水泥路面伸缩缝防水处理、沥青路面底层的透层、防水层、粘结层的洒布作业。可洒布高粘度改性沥青、重交沥青、乳化沥青等，亦可用灌缝胶或改性沥青进行灌缝。

冷再生机



能够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、水等材料后实现沥青路面的再生，是实现旧沥青路面再生的专用设备。

碎石撒布设备系列	自行式碎石撒布机		可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。
	XS3000 型碎石撒布机		为挂式结构，施工时将其挂在自卸车车厢的后部，将装满碎石的自卸车倾斜 350~450；可根据作业实际情况，通过调节料门开度，实现撒布碎石料的多少；同时也可通过电机转速实现撒布量的变化。
	SS3000 型碎石撒布机		为牵引式结构，设有一套牵引装置，通过牵引臂与自卸车驱动轮连接，倒驶施工，撒布宽度可在最大宽度内任选，碎石通过粒径和密度可根据设计要求进行随机设定。
沥青材料生产设备	GLR6A/GLR6B 沥青乳化设备		设备主要由沥青供给计量系统、乳液掺配及乳液供给计量系统、乳化机、计量控制系统、导热油加热系统及成品暂存输送系统六部分组成。采用“内齿型”定转子结构，沥青和乳液流量自动控制，并通过触摸屏显示和操作。
	连续式橡胶沥青改性设备/橡胶沥青改性设备/多功能沥青改性设备		该设备由主机、改性剂上料系统、成品料储存罐、导热油加热炉和控制系统组成。主机配有加热罐、混合罐、反应罐和电子称量装置等结构。沥青改性过程由计算机控制，生产过程全部自动化。
	DT/LT 系列沥青脱桶设备		用于桶装沥青的脱桶与升温，并具有脱水与自动清渣功能。主要特点为封闭式生产，利用导热油炉废气加热脱桶。获省科委科技一等奖，并被列入国家火炬计。

资料来源：公司网站，宏源证券

附录二：盈利预测表

盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	553	534	525	608	675	营业收入	242	534	589	745	949
应收账款	59	167	177	186	237	营业成本	169	437	474	580	718
预付账款	66	2	88	112	142	营业税金及附加	2	1	2	4	6
存货	51	69	104	128	158	营业费用	15	16	18	20	23
其他	6	15	16	20	26	管理费用	13	18	23	26	30
流动资产合计	736	786	911	1,054	1,238	财务费用	(17)	(19)	(11)	(11)	(13)
长期股权投资	0	17	18	19	19	资产减值损失	1	7	1	1	4
固定资产	58	118	114	109	105	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	53	1	1	0	0	投资净收益	0	(0)	0	0	0
无形资产	14	14	13	13	13	其他	0	0	0	0	0
其他	4	5	57	57	57	营业利润	58	73	83	125	181
非流动资产合计	130	154	203	198	193	营业外收入	4	7	4	4	4
资产总计	866	941	1,113	1,252	1,432	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	62	80	87	129	185
应付账款	12	92	95	128	158	所得税	9	16	14	22	31
其他	130	70	98	118	147	净利润	53	64	72	107	153
流动负债合计	142	162	193	246	305	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	53	64	72	107	153
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.30	0.34	0.51	0.72
其他	0	1	92	92	92	主要财务比率					
非流动负债合计	0	1	92	92	92		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	142	164	285	338	397	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	3.4%	120.8%	10.4%	26.4%	27.4%
股本	212	212	212	212	212	营业利润	-23.9%	25.9%	12.8%	51.3%	44.3%
资本公积	313	313	313	313	313	归属于母公司净利润	-18.7%	19.9%	13.1%	48.1%	42.9%
留存收益	199	253	304	389	510	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	30.0%	18.2%	19.5%	22.1%	24.3%
股东权益合计	724	777	828	914	1,035	净利率	22.1%	12.0%	12.3%	14.4%	16.1%
负债和股东权益总计	866	941	1,113	1,252	1,432	ROE	7.5%	8.5%	9.0%	12.3%	15.7%
现金流量表						ROIC	5.0%	5.8%	7.5%	10.8%	14.3%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	53	64	72	107	153	资产负债率	16.4%	17.4%	25.6%	27.0%	27.7%
折旧摊销	18	4	5	5	5	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(17)	(19)	(11)	(11)	(13)	流动比率	5.19	4.84	4.72	4.28	4.06
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	4.83	4.42	4.18	3.76	3.54
营运资金变动	45	(57)	(103)	(8)	(63)	营运能力					
其它	(30)	8	40	1	4	应收账款周转率	3.7	4.3	3.2	3.8	4.1
经营活动现金流	69	1	3	94	87	存货周转率	3.2	7.3	5.5	5.0	5.0
资本支出	(38)	(7)	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.6	0.7
长期投资	(0)	(18)	(1)	(0)	(0)	每股指标(元)					
其他	(0)	(3)	0	0	0	每股收益	0.25	0.30	0.34	0.51	0.72
投资活动现金流	(39)	(28)	(1)	(0)	(0)	每股经营现金流	0.33	0.00	0.02	0.44	0.41
债权融资	0	0	(0)	0	0	每股净资产	3.42	3.67	3.91	4.32	4.89
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(8)	10	(11)	(10)	(19)	市盈率	74.6	62.2	55.0	37.1	26.0
筹资活动现金流	(7)	10	(11)	(10)	(19)	市净率	5.5	5.1	4.8	4.4	3.8
汇率变动影响	5	4	0	0	0	EV/EBITDA	57.7	58.8	44.6	29.0	19.9
现金净增加额	28	(13)	(9)	83	67	EV/EBIT	83.2	63.6	47.8	30.3	20.5

资料来源：宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、易联众、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明、达刚路机等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。