

达刚路机 (300103.SZ) 专用设备行业

评级：买入 首次评级

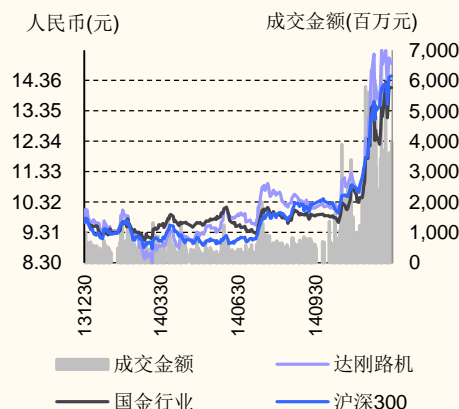
公司研究

市场价格 (人民币): 21.1 元
目标价格 (人民币): 30.00-35.00 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 211.73
总市值(百万元) 4461.00
年内股价最高最低(元) 22.89
沪深 300 指数 3971.7
上证指数 3691.1



后立尧 分析师 SAC 执业编号: S1130515020001
(8610)66216793
houliyao@gjzq.com.cn

公路筑养护机械龙头，受益一带一路

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016	2017
摊薄每股收益(元)	0.302	0.238	0.561	0.735	0.962
每股净资产(元)	3.67	3.71	4.07	4.60	5.37
每股经营性现金流(元)	0.00	0.42	0.24	0.56	0.74
市盈率(倍)	40.69	70.80	37.56	28.67	21.90
行业优化市盈率(倍)	212.69	472.46	711.88	711.88	711.88
净利润增长率(%)	19.85%	-21.06%	135.30%	31.00%	30.92%
净资产收益率(%)	8.23%	6.43%	13.79%	15.96%	17.93%
总股本(百万股)	211.73	211.73	211.73	211.73	211.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是公路修路养护机械龙头，业务以东南亚为主：**公司专业从事公路筑路机械设备开发，2013 年公司海外业务收入占比约 80%，大部分集中在斯里兰卡、印度等一带一路国家。国内业务受益于公路年检大年到来订单有望超预期。
- **陕鼓入主，资金、管理、客户全方位改善：**2014 年 6 月，公司与陕鼓集团达成协议，陕鼓以协议转让、大宗交易等方式受让达刚路机 29.95% 的股权，陕鼓集团成为公司第一大股东。陕鼓集团承诺将在未来三年内向公司分阶段提供最多 20 亿美元人民币授信担保，公司有望借助陕鼓集团的资金、管理、客户支持迅速做大做强。
- **取得军工资质，等待业务发力：**2014 年 12 月，公司设立了西安特种设备分公司，主要经营项目为汽车改装车辆的生产、半挂车辆的生产、车载钢罐体的生产。公司同时公告获准加入军队物资供应商，在军用机场跑道修复市场占据领先地位。

投资建议

- 公司是纯正的一带一路标的，公路筑路养护机械设备销售及工程业务 80% 市场在东南亚，将受益于国家一带一路规划实施，业绩有望超预期。陕鼓集团的参股将给公司带来资金、管理、客户方面的支持。公司完成管理层改革后将轻装上阵、释放活力。另外，公司打入军方市场，未来前景广阔。

估值

- 我们预测公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.56/0.74/0.96 元，对应 PE 为 37/28/22 倍，给予公司“买入”评级，目标价为 34 元。

风险

- 海外订单推迟的风险、国内竞争加剧的风险。

内容目录

1、公司是公路筑养护机械龙头	4
1.1、发展历程	4
1.2、业务概述	4
1.3、财务分析	5
2、一带一路带动海外需求，公路年检带动国内需求	7
2.1、国内市场：公路建设高峰已过，养护需求高峰到来。	7
2.2、国外市场：“一带一路”带动基建产业出海	9
2.3、行业竞争较为充分，细分龙头占据优势	10
2.4、国外巨头业务介绍	11
3、多点发力，公司业务有望持续增长	12
3.1、双管齐下：筑养路设备+海外工程总包	12
3.2、取得军工资质，等待业务发力	14
3.3、陕鼓入主，资金、管理、客户全方位改善	14
4、投资观点	15

图表目录

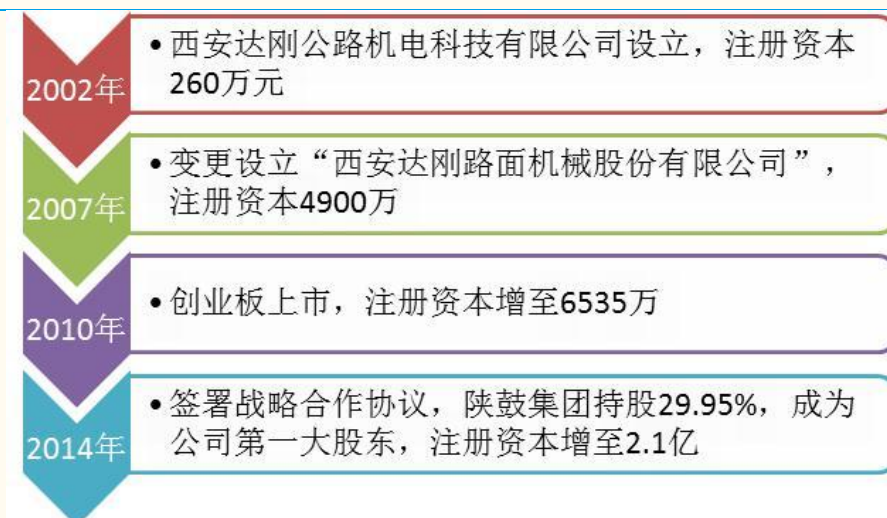
图表 1: 达刚路机发展历程.....	4
图表 2: 达刚路机产品创新发展路线图	4
图表 3: 达刚路机主要产品.....	5
图表 4: 斯里兰卡项目施工现场	5
图表 5: 公司营业收入.....	6
图表 6: 公司净利润	6
图表 7: 2013 年公司业务收入构成	6
图表 8: 2013 年公司收入来源分析	6
图表 9: 主要产品毛利率	7
图表 10: 公司 ROE.....	7
图表 11: 21 世纪初我国公路建设突飞猛进.....	7
图表 12: 高速公路里程和密度上, 中国已超过美国	8
图表 13: 公路里程和密度上, 中国快接近美国	8
图表 14: 2013 年-2030 年普通国道规划 26.5 万公里, 新建仅 3%.....	8
图表 15: 2013 年-2030 年国家高速公路规划 11.8 万公里, 待建仅 21%.....	8
图表 16: 大中修与预防性养护里程年均 1.2 万公里.....	9
图表 17: “十二五”国省道大中修里程增加约 60%.....	9
图表 18: 公路养护资金需求估算表.....	9
图表 19: 公路养护资金需求.....	9
图表 20: 部分一带一路国家公路网密度	10
图表 21: 一带一路示意图	10
图表 22: 一带一路国家概况.....	10
图表 23: 达刚路机主要竞争对手	11
图表 30: 法亚集团筑路业务发展历程	12
图表 24: 公司筑养路产品体系完整.....	12
图表 25: 达刚路机“节能环保”的绿色实践	13
图表 26: 循环经济的应用	13
图表 27: 达刚产品系列世界分布图.....	13
图表 28: 达刚路机近期海外工程合同	14
图表 29: 达刚路机与陕鼓集团换股协议	14
图表 30: 陕鼓集团先进的管理信息系统对公司是有益借鉴	15
图表 41: 公司主营业务预测 (单位: 百万元)	16

1、公司是公路筑养护机械龙头

1.1、发展历程

- **公司是筑养路行业技术领跑者。**西安达刚路机是一家专业从事公路筑养路机械设备开发、生产、销售、技术服务和海内外工程总包为一体的高新技术企业。作为行业内的技术领先者，公司定位于路面机械的高端市场，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。
- **创业团队人才集聚，经营规模持续扩大。**公司的创业团队由具有二十年沥青及路面机械的科研、生产、施工及市场经验的人才组成，2002 年设立时注册资本为 260 万元。随着多年的生产经营，公司凭借领先的技术和优秀的产品质量，规模不断扩大，至 2014 年公司注册资本增至 2.1 亿元。

图表 1：达刚路机发展历程

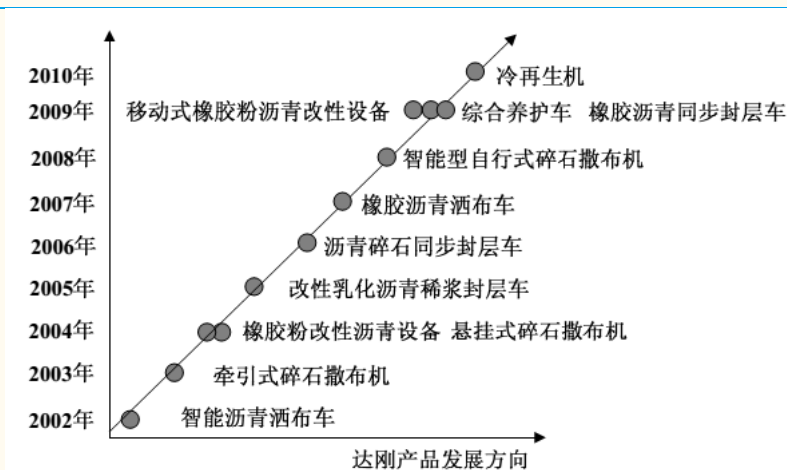


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、业务概述

- **筑养路机械设备是公司的传统和核心业务。**2002 年公司研发出国内第一台智能型沥青洒布车，性能达到国际先进水平。多年来公司不断加大研发投入，产品体系持续完善。目前，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。

图表 2：达刚路机产品创新发展路线图



来源：国金证券研究所

图表 3：达刚路机主要产品

碎石同步封层车



整车式液态沥青运输车



路面综合养护车



灌缝机械



沥青脱桶设备



抗滑型智能沥青洒布车



来源：国金证券研究所

- 海外工程总包业务成为公司新的营收来源。2011 年 6 月，公司与斯里兰卡国家公路局签订斯里兰卡二期公路升级改造项目合同，合同总额约 1.31 亿美元，共 6 条公路合计 137.87 公里的改扩建项目。最近两年间，公司海外收入大幅增加，2012 年公司国外收入 9,300 万元，2013 年增至 4.02 亿元，收入占比提升至 74%。

图表 4：斯里兰卡项目施工现场



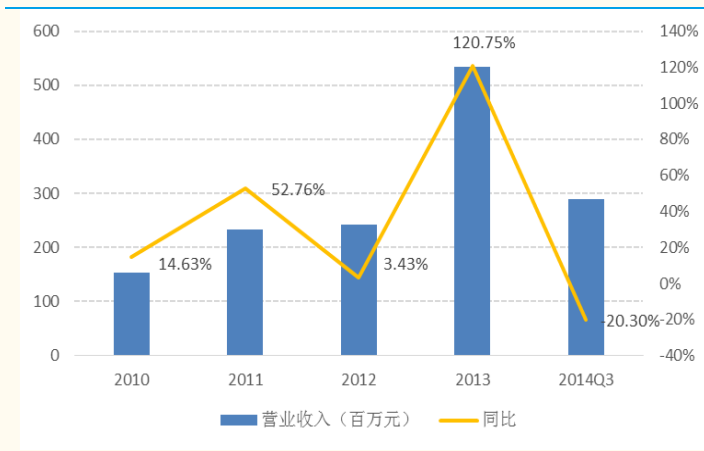
来源：国金证券研究所

1.3、财务分析

- 公司营业收入大幅增加。2013 年公司营收创下新高，达到 5.34 亿元，同比增长 120.75%。主要是由于斯里兰卡公路升级改造工程给公司带来了总计 1.97 亿美元的订单，施工收入的确认促进了公司收入的快速提升。

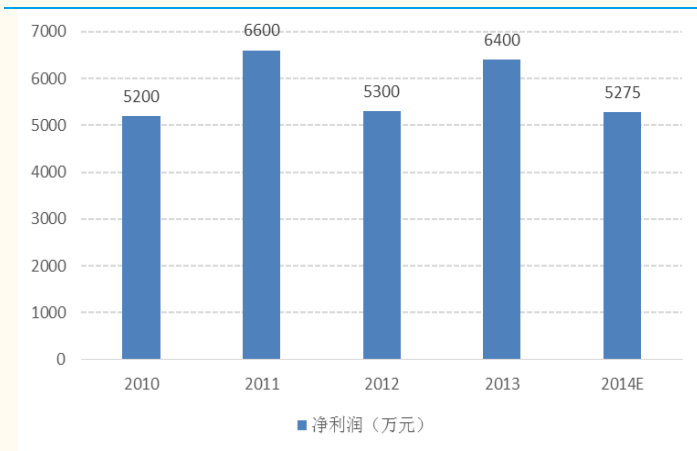
- **公司净利润保持稳定。**2010 至 2014 年间，净利润始终保持在 5000 万至 7000 万的水平，公司业绩良好、保持稳定，随着新增军品业务及海外工程业务的拓展，盈利水平有望进一步提高。

图表 5：公司营业收入



来源：wind，国金证券研究所

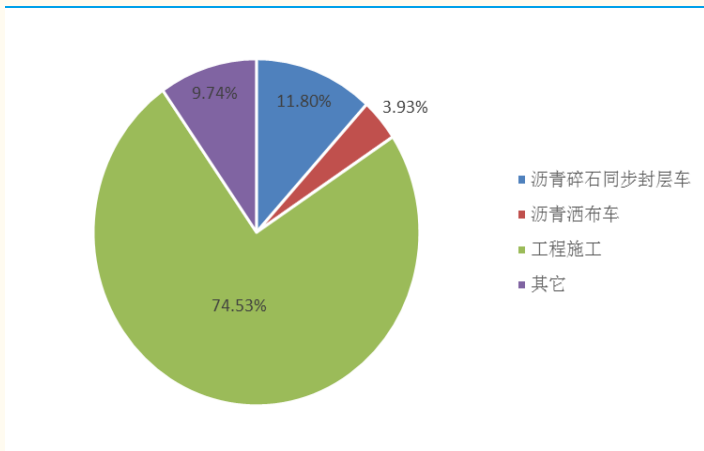
图表 6：公司净利润



来源：wind，国金证券研究所

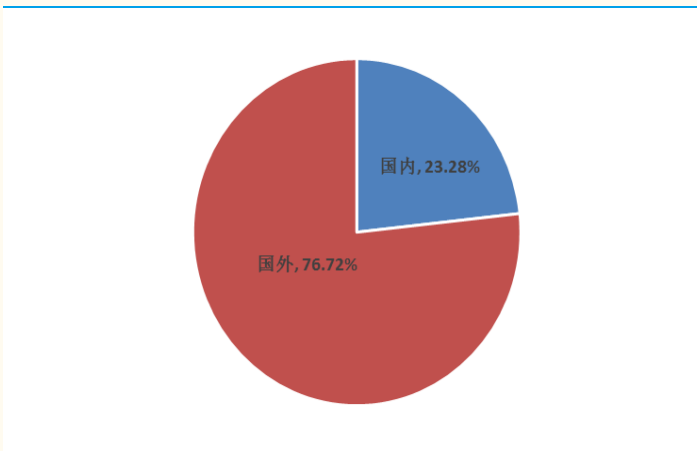
- **近两年公司收入主要来自海外工程施工。**公司自 2011 年起承接斯里兰卡公路升级改造项目，到 2014 年总价承接 1.97 亿美元工程。2013 年公司营收中，工程施工占比 74.53%，国外收入占全部收入的 76.72%。海外工程合同给公司收入总额带来了大幅提升，对收入结构也产生了影响，但筑养路设备仍然是公司的技术核心和主营业务。

图表 7：2013 年公司业务收入构成



来源：wind，国金证券研究所

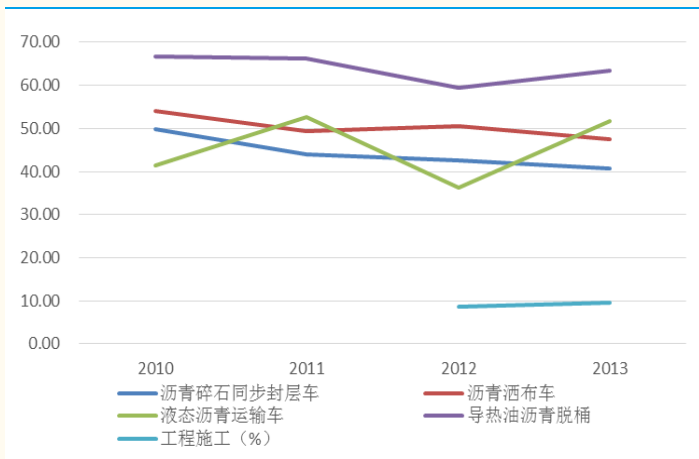
图表 8：2013 年公司收入来源分析



来源：wind，公司年报国金证券研究所

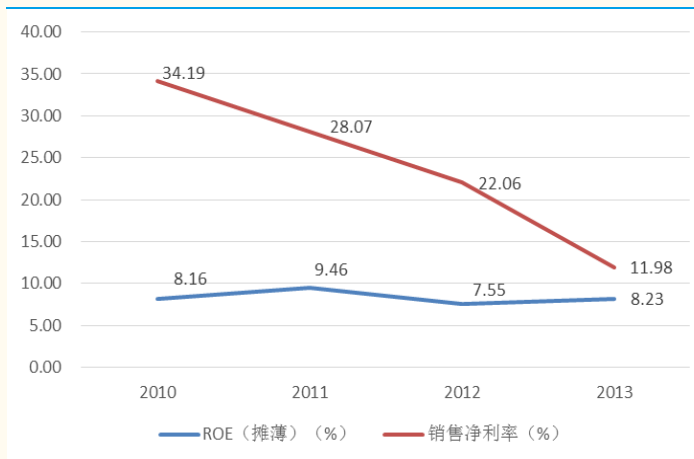
- **筑养路机械设备毛利水平较高。**目前公司最新的技术成果是世界上最大的冷再生机，售价在 500-700 万，毛利率为 34.3%；其他类型的沥青路面施工专用车辆及筑养路机械毛利水平也较高，基本在 30%-60%之间，尤其是导热油沥青脱桶设备，毛利水平可以达到 70%；同时，工程施工毛利水平较低，大概在 9%左右，但由于工程量较大，仍可为公司带来可观的利润。
- **公司盈利能力基本稳定。**近年来公司 ROE 维持在 8%-9%的水平，销售净利率有所下滑，主要是近年来行业竞争加剧以及新增海外施工工程毛利率较低所致。目前，公司正在完善已有产品系列，采取进一步加大品牌建设和市场销售投入等措施，努力降低恶性竞争的冲击；同时，通过分包给有丰富施工经验且信誉良好的大型公路工程施工企业、派遣有丰富项目经验的管理团队，确保海外工程项目顺利实施，公司盈利能力将在维稳基础上实现提升。

图表 9：主要产品毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：公司 ROE



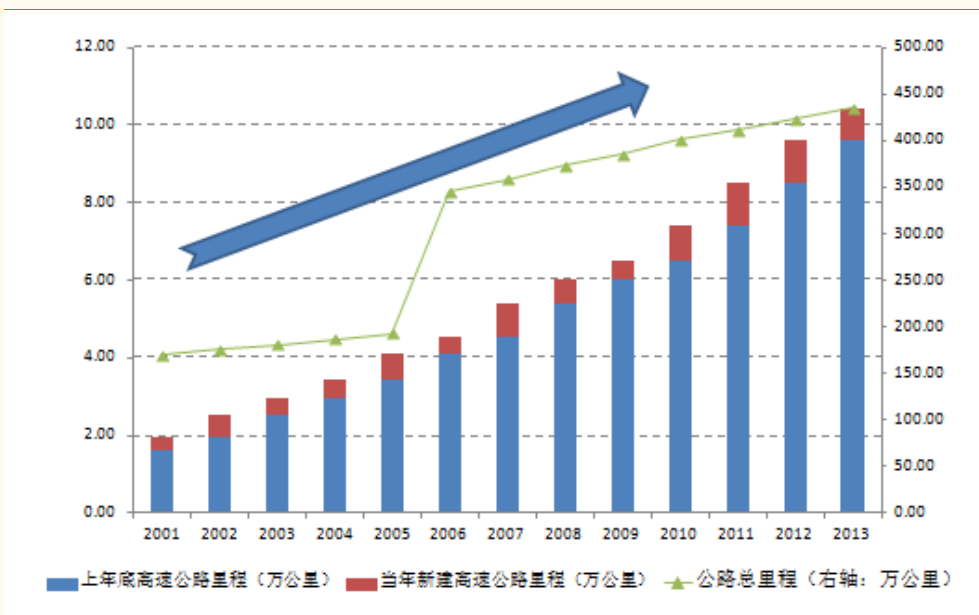
来源：wind，国金证券研究所

2、一带一路带动海外需求，公路年检带动国内需求

2.1、国内市场：公路建设高峰已过，养护需求高峰到来。

- 最近十几年间我国公路网建设经历了超超速发展。伴随着中国经济高速增长，基建投资维持高位。21 世纪以来，我国的公路建设取得了巨大成就，公路总里程从 2001 年的 170 万公里跃升至 2013 年的 436 万公里。作为现代经济和社会发展的重要基础设施，高速公路经历了建设高潮期，从 1999 年的 1 万公里跃升至 2013 年的 10.4 万公里，十四年间增长 9 倍。

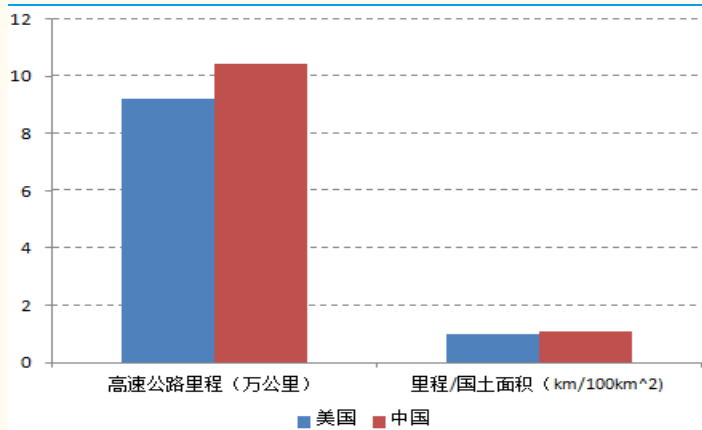
图表 11：21 世纪初我国公路建设突飞猛进



来源：国金证券研究所

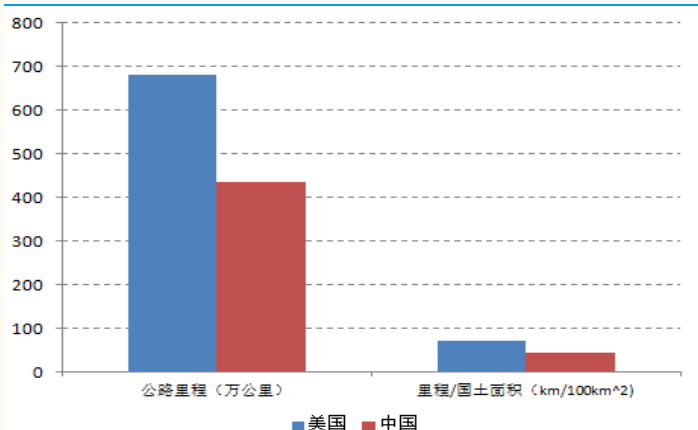
- 从某些指标上看，我国高速公路的建设成就已接近美国。美国与中国国土面积相当，且同为经济和人口大国。在高速公路方面，2013 年中国高速公路总里程达到 10.44 万公里，已经超过了美国的 9.2 万公里；而在公路总里程方面，我国也已经十分接近美国的水平。可见，我国公路建设的总量已经达到一定的高峰。

图表 12: 高速公路里程和密度上, 中国已超过美国



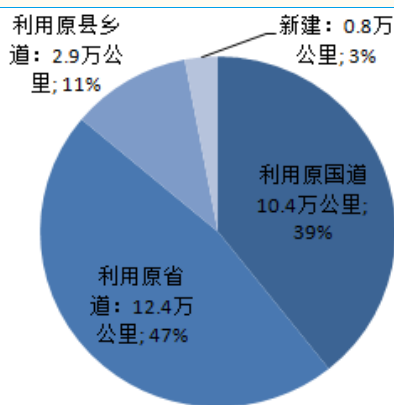
来源: 国金证券研究所

图表 13: 公路里程和密度上, 中国快接近美国



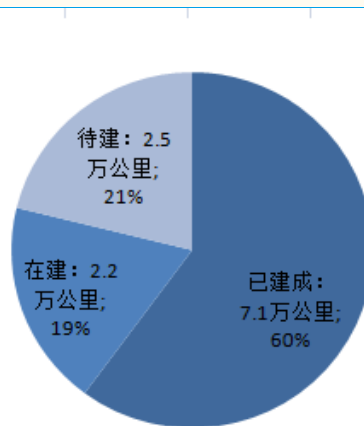
- 超常速发展过后, 未来 20 年国内公路建设速度趋缓, 养护需求增大 (小修保养+中修+大修+改善工程)。交通部于“八五”计划期间规划“五纵七横”12 条国道主干线, 预计从 1991 年开始到 2020 年建成。“十一五”期间,“五纵七横”提前 13 年全部建成。经历了十几年的持续大规模、超常速的公路建设, 我国公路网络已基本形成, 之后建设将有所趋缓, 而大规模建设后必然带来繁重的养护任务, 对道路质量的要求也将提升公路升级改造需求。
- 国家公路网规划中道路升级改造工程占据绝大部分。根据《国家公路网规划 (2013 年-2030 年)》中长期规划, 国家公路网规划总规模将达到 40.1 万公里, 其中普通国道规划总计 26.5 万公里。普通国道增长较快, 但其中 97% 为原国道、省道和县乡道升级改造。

图表 14: 2013 年-2030 年普通国道规划 26.5 万公里, 新建仅 3%



来源:《国家公路网规划 (2013-2030)》, 国金证券研究所

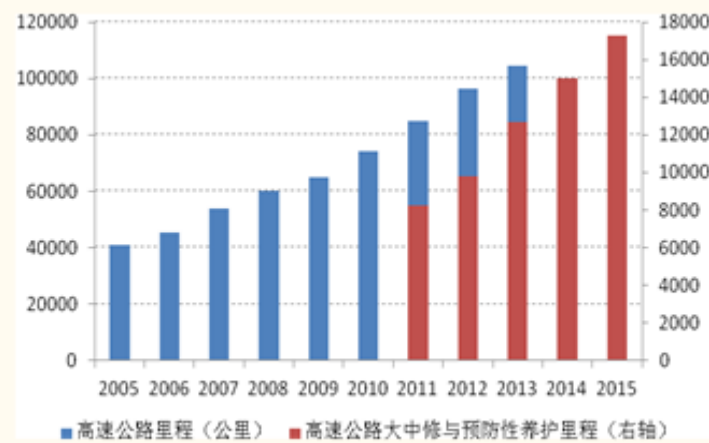
图表 15: 2013 年-2030 年国家高速公路规划 11.8 万公里, 待建仅 21%



- 公路建设爆发期过后, 养护周期高峰逐渐到来。按照《公路沥青路面设计规范 JTG D50-2006》设计规划, 我国各级公路沥青路面设计年限分别为: 高速公路、一级公路 15 年; 二级公路 12 年; 三级公路为 8 年; 四级公路 6 年。我国公路建设标准较低, 90% 以上的沥青路面都采用半刚性基层, 大中修周期一般在 5 至 10 年左右。公路养护高峰期渐行渐近, 养护压力与日俱增, 主要表现在:
- 2004 年以前建设的公路已进入大中修期, 而近十年建设高峰期的公路, 也陆续进入大中修期。

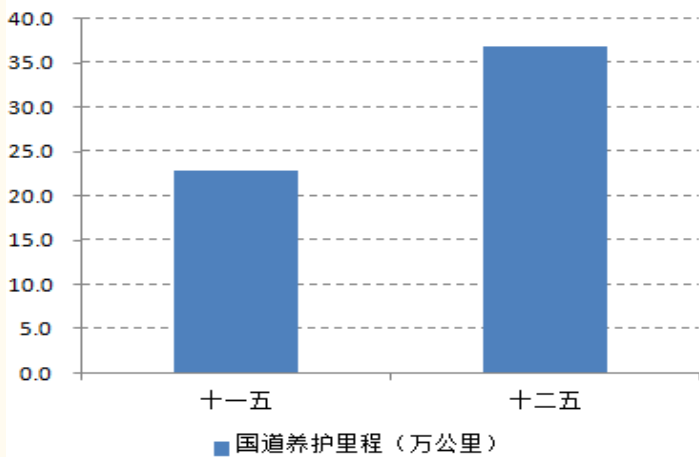
- “抢修时代”普遍存在赶工现象，同时由于监管缺位，导致公路施工质量难以达到标准，使大中修有所提前，发生频率增加。
- 日益繁重的交通压力缩短了公路的使用寿命，对公路的效率和质量提出了更高要求。

图表 16：大中修与预防性养护里程年均 1.2 万公里



来源：国金证券研究所

图表 17：“十二五”国道大中修里程增加约 60%



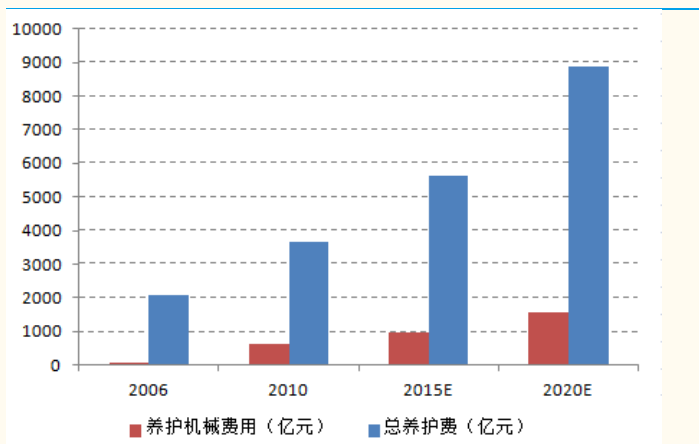
- **公路养护市场规模：2015 年公路养护需求或达 5000 亿，养护机械市场规模或达 1000 亿。**从总养护费和养护资金占比测算。参考《全国公路养护与管理资金需求研究》，对养护工程费、养护事业费和养护其他费逐项测算，预测公路养护需求规模，2015 年将达到 5630 亿，2020 年将达到 8890 亿。以占比 20% 估计，养护机械行业规模，2015 年将达到 972 亿，2020 年将达到 1554 亿。

图表 18：公路养护资金需求估算表

资金类别 (亿元)		2006	2010	2015E	2020E
养护工程费	小修保养	234	406	652	1003
	中修工程	153	321	649	1011
	大修工程	194	580	1395	2179
	改建工程	1076	1668	1892	3160
	其他养护工程	93	157	270	419
小计		1750	3132	4858	7772
养护事业费	行政管理费	144	255	414	639
	路政管理费	22	36	53	76
	其他事业费	43	61	84	113
	小计	209	352	551	828
养护其他费		100	158	220	290
总养护费 (亿元)		2059	3642	5629	8890
养护机械费用 (亿元)		34	626	972	1554

来源：国金证券研究所

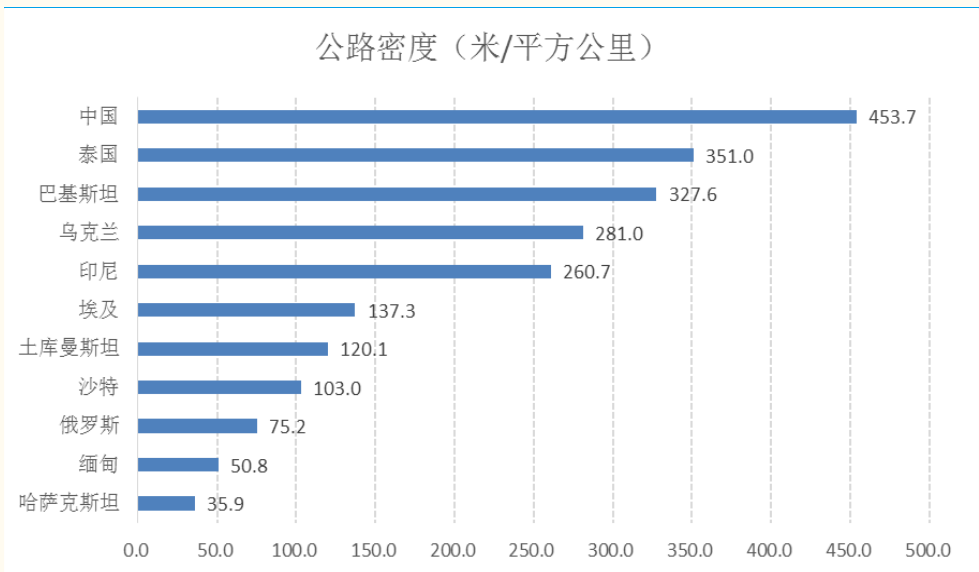
图表 19：公路养护资金需求



2.2、国外市场：“一带一路”带动基建产业出海

- **一带一路倡议交通互联，基建产业将受益。**基础设施的互联互通是一带一路战略的核心倡议之一。目前，“一带一路”沿线国家的基础设施较为落后，例如，哈萨克斯坦国土面积为 271 万平方公里，人口 1700 万，而公路密度只有 35.9 米/平方公里，仅为中国公路密度的 7.9%。由此，包括公路网在内的基础设施建设是一带一路沿线国家的薄弱环节，其中的蕴含的建设升级空间巨大。

图表 20：部分一带一路国家公路网密度



来源：维基百科，国金证券研究所

- “一带一路”沿线对基建的需求或达到每年 1.05 万亿美元。一带一路沿线经过逾 40 个国家，总人口达 44 亿，GDP 总量达 21 万亿美元，占全球 GDP 的 29%。且沿线多为发展中国家，对经济发展的需求极为迫切，基础设施的建设显得尤为关键。根据总体基建投入约占 GDP 的 5% 估算，“一带一路”沿线对基建的需求或达到每年 1.05 万亿美元。

图表 21：一带一路示意图



来源：互联网，国金证券研究所

图表 22：一带一路国家概况



来源：百度百科，国金证券研究所

2.3、行业竞争较为充分，细分龙头占据优势

- 公司所处行业竞争充分，细分市场居于领先地位。公司所属工程机械制造业，由于业内同类公司较多，已经形成充分竞争的市场格局。由于竞争激烈，平均毛利率较低；但公司专业从事沥青筑养路机械设备的研制和生产销售，研发实力强，产品科技含量高，是沥青公路机械设备生产制造的行业领先者，可以获得超额利润，产品毛利较高。作为细分行业的龙头企业，随着市场占有率的提高，公司有望取得更大收益。目前国内路面机械领域的竞争格局为：
- 国外著名企业纷纷进入中国市场。这些企业有瑞典戴纳派克、美国英格索兰、德国维特根等，他们在压路机、摊铺机、沥青搅拌设备等产品上具有雄厚的技术和经济实力。
- 国内大型企业逐步涉足路面机械领域。国内一些大型企业开始向多品种方向发展，如徐工集团工程机械股份有限公司、三一重工股份有限

公司、长沙中联重工科技发展股份有限公司、广西柳工机械股份有限公司等都已成立了下属公司，涉足生产摊铺机、搅拌设备等筑养路机械。

- **民营企业成长较快，规模和技术实力大增。**近年来，民营企业迅速成长，在细分市场领域处于领导地位，如西安达刚、无锡华通公路机械科技有限公司等。

图表 23：达刚路机主要竞争对手

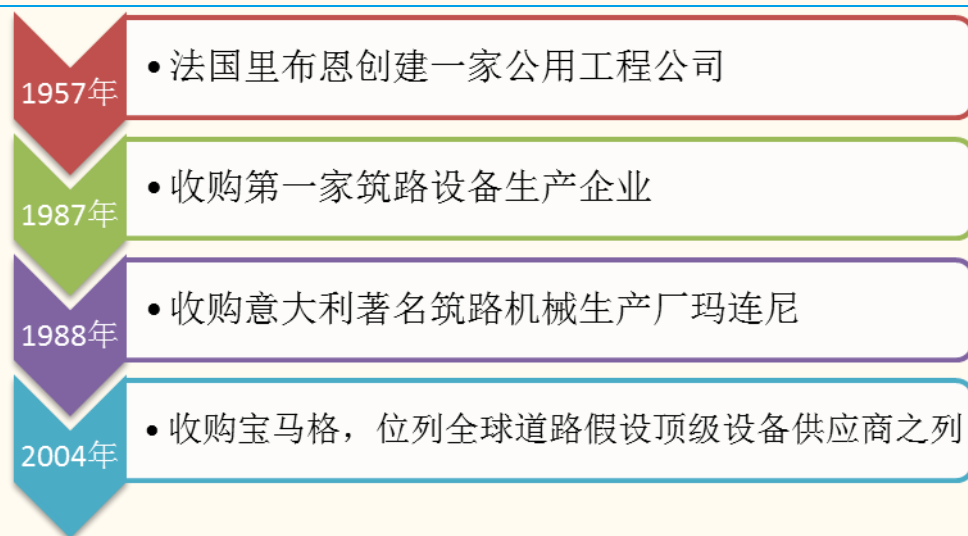
竞争对手	情况简介	竞争领域
国内		
欧亚机械设备有限公司	外商独资企业，主要通过引进和消化吸收欧美的先进技术，生产制造具有国际一流水平的筑养路设备	乳化沥青设备、沥青洒布车、沥青碎石同步封层车
河南高远公路养护技术有限公司	主要从事公路养护机械、道路检测设备及实验仪器的研发、生产及销售	稀浆封层机、碎石同步封层系列
中交西安筑路机械有限公司	国内最早的专业筑养路机械研发和制造企业	稀浆封层机、沥青碎石同步封层车
森远股份	上市公司，主要从事新型公路养护机械的技术开发和制造	橡胶沥青洒布车、微表处施工车
国外		
法国法亚集团	成立于1957年，法国第一大钢结构生产商、前四大民用工程和建筑厂商	沥青洒布车、同步封层车、沥青运输车
美国VSS公司	美国最大的道路养护公司和乳化沥青生产商	稀浆封层车、沥青橡胶设备
意大利MASSEN-ZA公司	具有70多年历史的专业公路设备制造厂商	沥青改性设备、导热油炉、沥青洒布车

来源：公司公告，国金证券研究所

2.4、国外巨头业务介绍

- **法国法亚集团：兼并收购成就国际化集团公司。**法亚集团前身是 1957 年在法国利布恩成立的一个公用工程公司，现已发展为年产值超过 16 亿欧元，拥有近 1 万名雇员的跨国企业集团。
 - 法亚集团主要业务包含六个领域：土木工程、钢结构、电子电气与信息技术、道路建设与养护、物流吊装设备以及压力容器制造。法亚集团先后于 1988 年和 2004 年收购意大利著名筑路机械生产商玛连尼和德国压路机生产商宝马格，成为欧洲第一大沥青设备生产商和道路维护设备生产商。
 - 法亚集团在法国、意大利及德国生产的设备，遍及世界上一百多个国家。圣马丁运河图册集团凭借其在该领域丰富的经验，掌握着大量用于道路设备的生产、应用、维护及生产过程自动化方面的技术。在环境领域，其专业性体现在清洁设备、废料分类和处理设备上。欧洲第一大、世界第三大沥青设备生产商，欧洲第一大道路维护设备生产商。

图表 24：法亚集团筑路业务发展历程



来源：国金证券研究所

3、多点发力，公司业务有望持续增长

3.1、双管齐下：筑养路设备+海外工程总包

- **公司筑养路机械设备在行业具备较强的竞争力。**公司前身是西安达刚机电，其创始人之一李太杰先生是原西安公路学院筑机系教授，1993 年起被评为国务院“政府特殊津贴”专家；公司与长安大学工程机械学院保持长期的合作，在科研领域的大力投入，使得公司能够持续推出新产品、新技术，适应不断发展变化的客户需求和市场方向，在同行中一直处于领先地位。
- **筑路养路产品体系完整。**经过持续的研发投入，公司目前拥有从沥青加热、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。

图表 25：公司筑养路产品体系完整

产品类别	产品名称
沥青加热、存储、运输设备类	沥青脱桶设备
	液态沥青运输车
沥青材料深加工设备类	乳化沥青设备
	聚合物改性沥青设备
	废橡胶轮胎改性沥青设备
沥青路面施工专用车辆及筑养护机械设备类	沥青洒布车系列
	同步封层车
	稀浆封层车
	碎石撒布机系列
	综合养护车
	冷再生机

来源：公司公告，国金证券研究所

- **新产品注重节能环保和循环经济。**公司研制了具有世界先进水平的中国第一台智能型沥青洒布车，填补了中国公路沥青路面施工过程的技术与设备缺失，大幅提高了施工过程的环保性和节能性。公司研发的橡胶沥青改性设备和积极推广的橡胶沥青路面施工工艺是典型的绿色循环经济案例，在国内部分省市和非洲部分国家产生了良好的环境和经济效益。

图表 26：达刚路机“节能环保”的绿色实践



来源：国金证券研究所

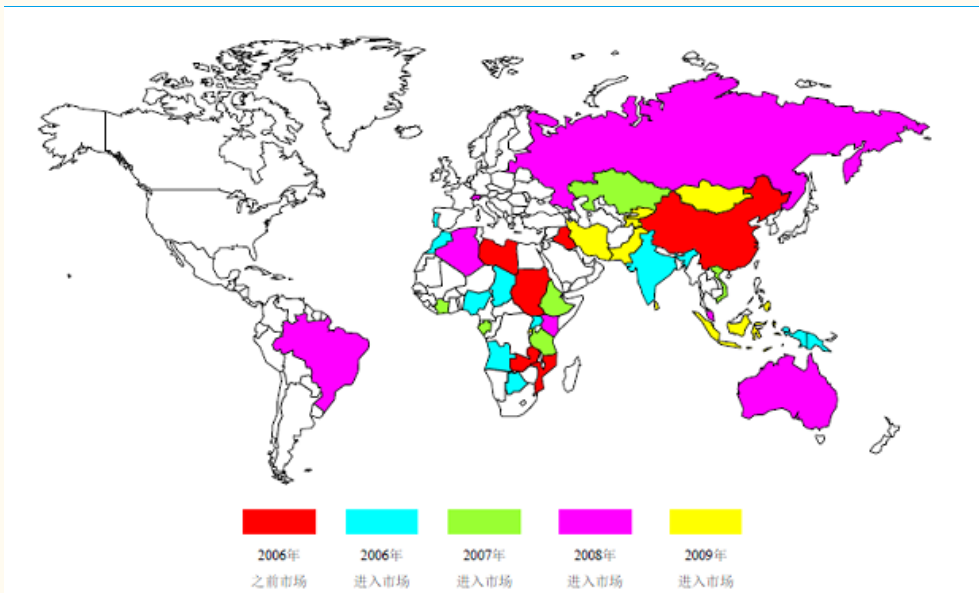
图表 27：循环经济的应用



来源：国金证券研究所

- **产品工艺先进、质量一流。**公司作为行业内的技术领先者，定位于路面机械的高端市场，产品的个性化强、技术含量高，向着智能化、集成化的方向发展，满足了国内外客户的不同需求。公司产品出口包括俄罗斯、印度、巴西、澳大利亚、阿尔及利亚在内的 36 个国家，受到海内外客户的赞誉和青睐。

图表 28：达刚产品系列世界分布图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **借势“一带一路”，推进海外“工程带动设备”新模式。**2011 年，公司取得了《对外承包工程资格证书》，对经营范围进行了扩充，增加了承包国外工程项目及对外派遣劳务人员内容，正式开始向下游公路施工领域拓展的尝试。承接海外工程总包业务不仅扩大了公司的收入来源，这种“工程+设备”的新模式也将促进公司筑养设备及技术在海外相关国家的销售与推广，为公司未来的海外业务打下良好的基础。

- 2011年6月，公司与斯里兰卡国家公路局签订了斯里兰卡二期公路升级改造项目合同，开始向下游公路施工领域拓展的尝试。斯里兰卡项目由达刚路机负责项目方案的总体设计、施工工艺选择，并提供相关设备，具体施工则分包给中交第二公路局、斯里兰卡 MAGA 工程有限公司和斯里兰卡 ACCESS 工程有限公司负责。
- 斯里兰卡二期公路升级改造项目的成功实施为公司赢得了海外声誉，同时也带来了后续订单，公司先后于 2013 年、2014 年与斯方再次签订了合计 6,610 万美元的道路改扩建项目。未来随着“一带一路”战略对基础设施的大力支持，“斯里兰卡”模式的成功探索积累的经验，将为公司争取更多的海外市场订单。

图表 29：达刚路机近期海外工程合同

时间	项目名称	项目内容	合同金额	进展情况
2011年6月	斯里兰卡二期公路升级改造项目	6条道路的改扩建项目，合计137.87公里	13,076万美元	已完工
2013年12月	斯里兰卡道路升级改造工程	2条道路的改扩建项目，合计18.56公里	2,208万美元	在建
2014年1月	斯里兰卡道路升级改造工程	1条道路的改扩建项目，合计26.00公里	4,402万美元	在建

来源：公司公告，国金证券研究所

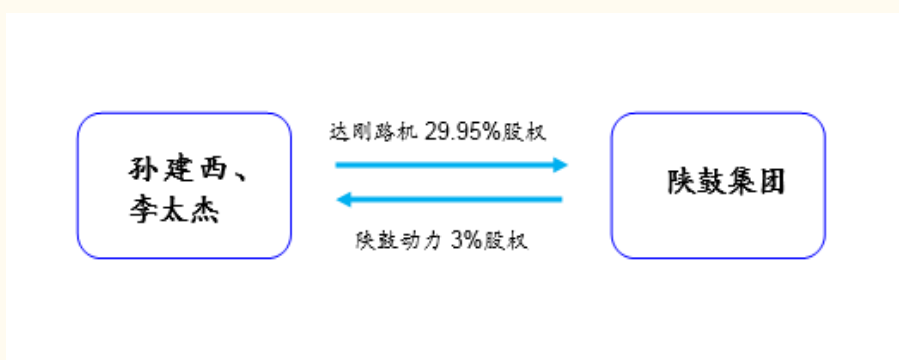
3.2、取得军工资质，等待业务发力

- 设立特种设备分公司。2014年12月，公司公布了拟设立特种设备分公司的公告，主要经营项目为汽车改装车辆的生产、半挂车辆的生产、车载钢罐体的生产。该分公司的设立将促进公司特种设备业务的发展，完善和拓展了公司的产业链，也是为公司抢占未来可能快速发展的机场道路快速修复业务奠定基础。
- 入选军队物资供应商。2014年12月，公司符合军队物资供应商入库标准，获准加入军队物资供应商，可依照军队有关政策规定参与相关采购活动。入选军队物资供应商，打开了公司开拓军队物资市场的大门。我们保守预测每年军用道路快速修复系统市场至少 10 亿元，公司是国内唯一具有相关技术和准入资格的制造商，未来极有可能抢占市场先机，在军用机场跑道修复市场占据领先地位。

3.3、陕鼓入主，资金、管理、客户全方位改善

- 2014年6月，公司与陕鼓集团达成协议，陕鼓以协议转让、大宗交易等方式受让达刚路机 29.95%的股权，陕鼓集团成为公司第一大股东。

图表 30：达刚路机与陕鼓集团换股协议



来源：公司公告，国金证券研究所

- 合作共赢，提升研发能力、增强客户网络。陕鼓集团作为国家重大装备制造企业，拥有雄厚的研发能力和优异的制造工艺，双方未来将在

产品生产及核心技术研发等方面开展合作，提升公司的核心竞争力。同时，公司可以借助陕鼓集团在国内外的客户网络及其国有背景加强开拓达刚路机在国内外筑养路工程总包和路面机械市场的能力。

- **陕鼓授信 20 亿，促进公司业务转型。**换股协议达成后，陕鼓集团承诺将在未来三年内向公司分阶段提供最多 20 亿美元人民币授信担保。近年来，公司承接海外工程业务，使得营收大幅增长，但由于道路工程施工前期需要大量资金投入，需要强大的资金支持，资金能力的不足限制了公司海外业务的拓展。陕鼓集团入股后，公司资金实力大为增强，将有力促进公司从工程设备供应商向公路系统工程装备及服务提供商的转型，公司将有能力在海外市场上承接更多工程总包订单。
- **借鉴陕鼓转型经验，提升公司管理能力。**达刚路机是由大学教授创立的企业，科研能力较强，但对制造工艺的管控能力不足，自身管理水平的欠缺成为制约公司进一步发展的瓶颈。陕鼓集团早在 2005 年就提出了“两个转变”的发展战略，成功地从“单一产品供应商”转型为“动力成套装备系统解决方案商”，从“产品经营”转型为“品牌经营”。陕鼓集团在装备制造向工程总包商的转型过程中所积累的大量成功经验，正式达刚路机未来急需借鉴学习的。

图表 31：陕鼓集团先进的管理信息系统对公司是有益借鉴



来源：国金证券研究所

- **董事会改组，公司管理改革即将启动。**根据公司 2015 年 3 月 10 日发布的公告，公司四名董事及一名监事因公司战略发展需要申请辞职，这标志着公司管理层的改革正式开启。我们推测随着公司管理层人事调整，新的管理理念和管理措施的逐步推进，困扰公司已久的管理问题将逐渐解决，公司治理更加完善、收益质量将进一步提升。

4、投资观点

- 公司是纯正的一带一路标的，公路筑路养护机械设备销售及工程业务 80% 市场在东南亚，将受益于国家一带一路规划实施，业绩有望超预期。陕鼓集团的参股将给公司带来资金、管理、客户方面的支持。公司完成管理层改革后将轻装上阵、释放活力。另外，公司打入军方市场，未来前景广阔。
- 我们预测公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.56/0.74/0.96 元，对应 PE 为 37/28/22 倍，给予公司“买入”评级，目标价为 34 元。

图表 32：公司主营业务预测（单位：百万元）

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
筑养路设备						
销售收入（百万元）	154.50	126.00	120.00	268.00	360.00	480.00
增长率（YOY）	-15.30%	-18.45%	-4.76%	123.33%	34.33%	33.33%
毛利率	47.54%	45.24%	45.00%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本（百万元）	82.00	69.00	66.00	144.72	194.40	259.20
增长率（YOY）	-14.58%	-15.85%	-4.35%	119.27%	34.33%	33.33%
毛利（百万元）	72.50	57.00	54.00	123.28	165.60	220.80
增长率（YOY）	-16.09%	-21.38%	-5.26%	128.30%	34.33%	33.33%
占总销售额比重	64.05%	23.60%	36.36%	36.31%	36.36%	36.91%
占主营业务利润比重	91.25%	58.76%	74.38%	70.79%	70.55%	70.96%
工程施工						
销售收入（百万元）	87.00	398.00	200.00	430.00	570.00	740.00
增长率（YOY）	100.00%	357.47%	-49.75%	115.00%	32.56%	29.82%
毛利率	8.05%	9.55%	9.30%	9.60%	9.60%	9.60%
销售成本（百万元）	80.00	360.00	181.40	388.72	515.28	668.96
增长率（YOY）	100.00%	350.00%	-49.61%	114.29%	32.56%	29.82%
毛利（百万元）	7.00	38.00	18.60	41.28	54.72	71.04
增长率（YOY）	100.00%	442.86%	-51.05%	121.94%	32.56%	29.82%
占总销售额比重	35.95%	74.53%	60.61%	58.27%	57.58%	56.91%
占主营业务利润比重	8.75%	39.18%	25.62%	23.70%	23.31%	22.83%
其他						
销售收入（百万元）	0.50	10.00	10.00	40.00	60.00	80.00
增长率（YOY）	0.00%	1900.00%	0.00%	300.00%	50.00%	33.33%
毛利率	0.00%	23.85%	23.90%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本（百万元）	0.00	8.00	10.00	30.40	45.60	60.80
增长率（YOY）	0.00%	#DIV/0!	25.00%	204.00%	50.00%	33.33%
毛利（百万元）	0.50	2.00	0.00	9.60	14.40	19.20
增长率（YOY）	0.00%	300.00%	-100.00%	#DIV/0!	50.00%	33.33%
占总销售额比重	0.21%	1.87%	3.03%	5.42%	6.06%	6.15%
占主营业务利润比重	0.63%	2.06%	0.00%	5.51%	6.13%	6.17%
销售总收入（百万元）	242.00	534.00	330.00	738.00	990.00	1300.36
销售总成本（百万元）	162.00	437.00	257.40	563.84	755.28	989.20
毛利（百万元）	80.00	97.00	72.60	174.16	234.72	311.16
平均毛利率	33.06%	18.16%	22.00%	23.60%	23.71%	23.93%

来源：公司资料，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	234	242	534	330	738	990	1,300	1,620
增长率		3.4%	120.8%	-38.2%	123.6%	34.1%	31.3%	24.6%
主营业务成本	-137	-169	-437	-257	-564	-755	-989	-1,232
%销售收入	58.5%	70.0%	81.8%	78.0%	76.4%	76.3%	76.1%	76.0%
毛利	97	73	97	73	174	235	311	388
%销售收入	41.5%	30.0%	18.2%	22.0%	23.6%	23.7%	23.9%	24.0%
营业税金及附加	-2	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-3
%销售收入	0.8%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-16	-15	-16	-13	-22	-30	-39	-49
%销售收入	6.7%	6.3%	3.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-11	-13	-18	-12	-26	-35	-46	-57
%销售收入	4.8%	5.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	68	43	62	47	125	168	224	280
%销售收入	29.1%	17.6%	11.5%	14.3%	16.9%	17.0%	17.2%	17.3%
财务费用	11	17	19	12	12	12	14	17
%销售收入	-4.5%	-7.0%	-3.6%	-3.5%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-2	-1	-7	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	76	58	73	58	136	180	238	296
营业利润率	32.7%	24.1%	13.7%	17.5%	18.4%	18.2%	18.3%	18.3%
营业外收支	1	4	7	5	7	7	7	7
税前利润	77	62	80	63	143	187	245	303
利润率	32.9%	25.6%	15.0%	19.1%	19.4%	18.9%	18.9%	18.7%
所得税	-11	-9	-16	-13	-24	-32	-42	-52
所得税率	14.8%	14.0%	20.3%	20.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	66	53	64	50	119	156	204	252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	53	64	50	119	156	204	252
净利率	28.1%	22.1%	12.0%	15.3%	16.1%	15.7%	15.7%	15.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
净利润	66	53	64	50	119	156	204	252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	20	17	11	13	15	16	17
非经营收益	-9	-13	-22	-3	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-92	9	-58	30	-74	-45	-56	-58
经营活动现金净流	-30	69	1	88	52	119	157	205
资本开支	-48	-39	-27	-33	-58	32	-25	-25
投资	0	0	-1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-48	-39	-28	-34	-58	32	-25	-25
股权募资	0	0	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0	2	3
其他	-7	-2	13	0	-42	-42	-42	-43
筹资活动现金净流	-7	-2	13	0	-42	-42	-40	-40
现金净流量	-85	28	-13	54	-49	108	92	140

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
货币资金	511	553	534	588	539	648	739	880
应收款项	65	66	182	79	176	236	310	386
存货	56	51	69	60	131	176	230	287
其他流动资产	2	66	2	3	5	6	7	8
流动资产	634	736	786	730	851	1,065	1,287	1,561
%总资产	86.8%	85.0%	83.6%	80.3%	78.7%	84.9%	86.2%	87.6%
长期投资	1	1	19	19	18	17	17	17
固定资产	80	111	119	135	179	131	140	147
%总资产	11.0%	12.9%	12.7%	14.9%	16.6%	10.5%	9.4%	8.3%
无形资产	14	16	14	23	31	39	46	53
非流动资产	96	130	154	179	230	190	206	220
%总资产	13.2%	15.0%	16.4%	19.7%	21.3%	15.1%	13.8%	12.4%
资产总计	730	866	941	909	1,081	1,255	1,492	1,781
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	32	141	151	73	159	213	279	347
其他流动负债	4	0	11	51	61	67	75	83
流动负债	36	142	162	123	220	280	354	430
长期贷款	0	0	0	0	0	0	2	5
其他长期负债	0	0	1	0	0	0	0	0
负债	36	142	164	123	220	280	356	435
普通股股东权益	694	724	777	785	862	975	1,136	1,346
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	730	866	941	909	1,081	1,255	1,492	1,781

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
每股指标								
每股收益	0.558	0.252	0.302	0.238	0.561	0.735	0.962	1.190
每股净资产	5.897	3.417	3.670	3.708	4.069	4.604	5.366	6.356
每股经营现金净流	-0.254	0.326	0.005	0.417	0.244	0.560	0.742	0.968
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率								
净资产收益率	9.46%	7.37%	8.23%	6.43%	13.79%	15.96%	17.93%	18.72%
总资产收益率	8.99%	6.16%	6.80%	5.56%	10.98%	12.40%	13.65%	14.14%
投入资本收益率	8.36%	5.06%	6.31%	4.81%	12.02%	14.34%	16.35%	17.20%
增长率								
主营业务收入增长率	52.76%	3.43%	120.75%	-38.19%	123.64%	34.15%	31.35%	24.59%
EBIT增长率	21.75%	-37.45%	44.72%	-23.36%	164.25%	35.02%	33.04%	24.90%
净利润增长率	25.41%	-18.70%	19.85%	-21.06%	135.30%	31.00%	30.92%	23.65%
总资产增长率	8.56%	18.64%	8.65%	-3.41%	19.03%	16.05%	18.90%	19.37%
资产管理能力								
应收账款周转天数	71.5	88.2	77.3	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
存货周转天数	132.4	115.3	50.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	26.4	25.2	43.6	43.0	43.0	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	90.8	87.6	80.9	136.4	68.0	47.8	35.4	27.4
偿债能力								
净负债/股东权益	-73.67%	-76.47%	-68.69%	-74.87%	-62.59%	-66.42%	-64.88%	-64.98%
EBIT利息保障倍数	-6.4	-2.5	-3.2	-4.1	-10.7	-13.7	-15.7	-17.0
资产负债率	4.95%	16.44%	17.39%	13.58%	20.33%	22.32%	23.86%	24.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD