

设备工程两手抓, 国内国外都开花

- **2014年海外工程业务确认低于预期。**公司2014年全年实现营业收入3.31亿元, 同比下滑38.06%; 归属净利润5040.04万元, 同比下滑21.16%, 对应EPS 0.24元。2014年在国内经济进入增速换挡期的背景下, 公司通过加大对养护类设备的研发投入、加快新产品的推出周期, 确保了设备销售业绩稳中有升(增长1.74%); 但由于海外工程项目逐渐接近尾声, 确认额同比减少影响, 工程业绩同比出现了下降(下降51.1%)。
- **工程业务有望企稳, 成长性渐现。**1、公司与斯里兰卡签订的道路升级改造三期C9项目已开工, 合同总金额2207万美元, 预计2015年下半年可确认大部分收入; C13项目正在准备, 合同总金额4402万美元, 短期内有力支持公司工程业务; 2、“一带一路”路线图发布, 有望带动公司海外工程业务拓展; 3、与陕鼓联姻后董事会换届拟引进陕鼓高管, 资金、管理等瓶颈有望突破站上新台阶, 中长期成长性渐显。
- **设备业务期待稳健增长。**1、公司坚持技术立身, 2014年研发费用同比增长19.44%, 4种新品可投入销售, 瞄准路面升级养护市场; 2、国内新建道路虽增速放缓, 但投资体量仍然巨大, 中西部地区有望快速发展; 同时道路养护升级需求渐现, 预计2015年-2017年每年投入公路养护机械的费用接近千亿元; 3、军品业务有望成为公司设备条线业务全新增长点, 短期内将专注于机场跑道快速修复系统的生产、制造和销售, 长期存在扩展品类的机会; 4、大股东陕鼓加入, 有助于进一步打开国内市场, 促进销售。
- **估值与评级。**国内基础设施建设投资处于持续整体低迷的态势, 公司坚持技术立身, 及时应变转向海外、涉足军工、引入大东家, 2015年将进入业绩反转期。估算公司2015-2017年EPS分别为0.42元、0.57元和0.76元, 对应PE 55倍、41倍、31倍; 2015年为公司业绩反转年, 且具备“一路一带”和军工概念, 且存在外延增长预期, 可提升估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外工程订单确认进度低预期、国内基建投资低迷等风险。

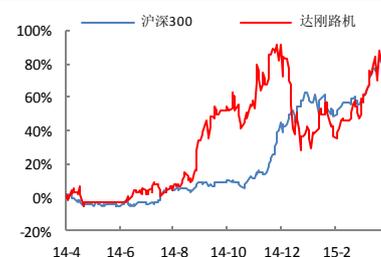
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	330.68	563.00	720.00	951.00
增长率	-38.06%	70.25%	27.89%	32.08%
归属母公司净利润(百万元)	50.41	89.61	121.14	160.25
增长率	-21.16%	77.75%	35.19%	32.28%
每股收益EPS(元)	0.24	0.42	0.57	0.76
净资产收益率ROE	97.61	54.91	40.62	30.71
PE	6.10	5.68	5.20	4.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.12
流通A股(亿股)	1.55
52周内股价区间(元)	11.6-24.49
总市值(亿元)	49.21
总资产(亿元)	9.48
每股净资产(元)	3.81

相关研究

1. 达刚路机(300103): 积极应变, 15年业绩反转可期待 (2015-03-02)

一、2014 年海外工程业务确认低于预期

近日公司发布 2014 年年报，全年实现营业收入 3.31 亿元，同比下滑 38.06%；归属净利润 5040.04 万元，同比下滑 21.16%，对应 EPS 0.24 元。2014 年在国内经济进入增速换挡期的背景下，公司通过加大对养护类设备的研发投入、加快新产品的推出周期，确保了设备销售业绩稳中有升（增长 1.74%）；但由于海外工程项目逐渐接近尾声，确认额同比减少影响，工程业绩同比出现了下降（下降 51.1%）。另外，公司公告 2015 年一季度业绩在 -90%~-60% 区间。

同时，公司也公告了新一届董事会新增的三维董事候选人赵遵会、刘海军、刘成，三人均来自于陕鼓集团。由此而来，在公司的 5 个非独立董事中，陕鼓集团占席过半，其作为公司第一大股东发言权渐现，可能给公司设备、工程类业务带来的突破值得期待。

二、工程业务有望企稳，成长性渐现

公司与斯里兰卡签订的道路升级改造三期 C9 项目已开工，合同总金额 2207 万美元，预计 2015 年下半年可确认大部分收入；C13 项目正在准备，合同总金额 4402 万美元，短期内有力支持公司工程业务。

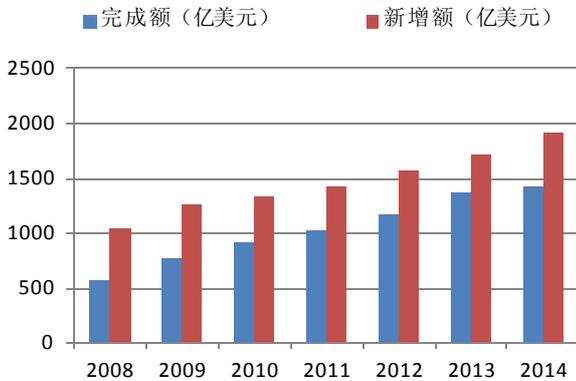
表 1: 公司斯里兰卡项目情况汇总

合同签订时间	项目名称	合同金额	合同工期	具体内容	进展
2011.6.23	斯里兰卡 RDA/RNIP/PRP2/PAC KAGE-C/C7,C13&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。	2015 年 3 月 2 日该项目涉及路段已全面完工,各路段自收到交工证书之日起进入为期一年的缺陷修复责任期。
2013.12.9	斯里兰卡 RDA/RNIP/PRP3/PHA SE-1/PACHAGE-3/C9 公路升级改造	2208 万 美元	30 个月(合同项目 工期 18 个月,缺陷 责任期 12 个月)	2 条道路的改扩建 项目,合计 18.56 公里。	2015 年 1 月 20 日,公司与中交第二公路工程局签订了《SLCBD-PRP3-PACKAGE 3/C9》的斯里兰卡 CDB 三期道路项目分包合同,合同总金额为 2207 万美元,总工期为 548 天,后将开工日期定为 2015 年 1 月 22 日。
2014.1.21	斯里兰卡 REA/RNIP/PRP3/Phas e-1(Lot2)/PackageC13 道路升级改造	4402 万 美元	3 年(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 26.00 公里。	2015 年 1 月 20 日,公司与中交第二公路工程局签订了《SLCBD-PRP3-PACKAGE 3/C13》的斯里兰卡 CDB 三期道路项目分包合同,合同总金额为 4402 万美元,总工期为 730 天。

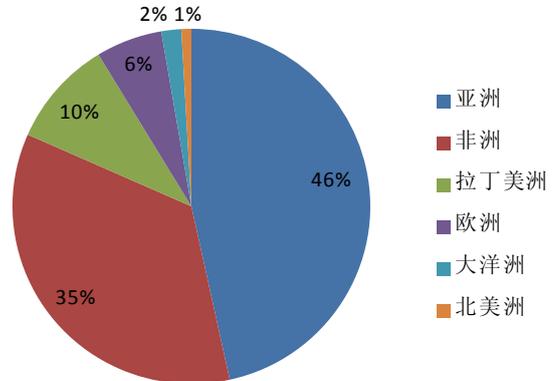
数据来源: 西南证券整理

从 2013 年 10 月，习主席与中亚和东盟国家的讲话中提出了建设丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的战略构想，到 2014 年 5 月“丝绸之路经济带”首个实体平台中国-哈萨克斯坦（连云港）物流合作基地项目启用，再到近日博鳌论坛上“一带一路”路线图发布，我国的“一带一路”战略部署正稳步推进，为基建出海提供了良好的政策环境和组织保障。要想顺利开展“一带一路”，实现贸易畅通、货币互通和民心相通，首要任务就是搞好交通

基建，保障道路通联。公司有丰富的海外设备销售经验以及斯里兰卡的道路工程项目经验，其工程类业务有望从“一带一路”中受益，得到拓展。

图 1：我国对外承包工程情况


数据来源：WIND，西南证券整理

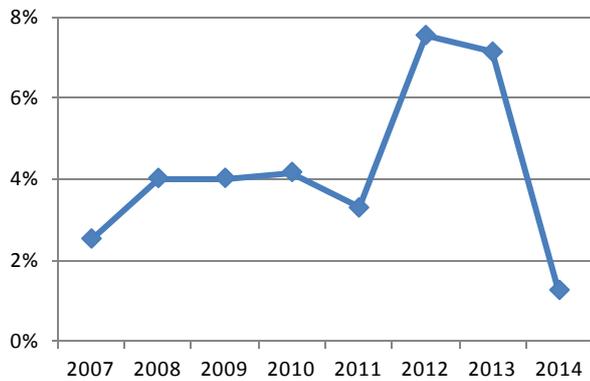
图 2：2013 年我国对外承包工程分布


数据来源：商务部，西南证券整理

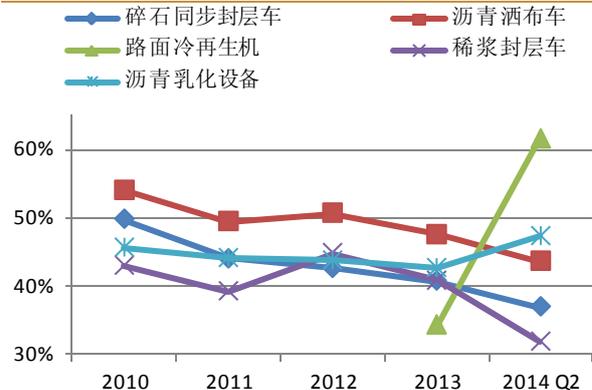
另外，与陕鼓联姻后董事会换届拟引进陕鼓高管，资金、管理等瓶颈有望突破站上新台阶，有望帮助公司克服海外业务拓展障碍，释放海外业务潜能，公司中长期成长性渐显。

三、设备业务期待稳健增长

公司坚持技术立身，2014 年尽管研发费用占比下降，但研发费用的绝对额仍同比增长 19.44%，4 种新品可投入销售，瞄准路面升级养护市场。

图 3：公司研发费用占设备销售收入（设备类）比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

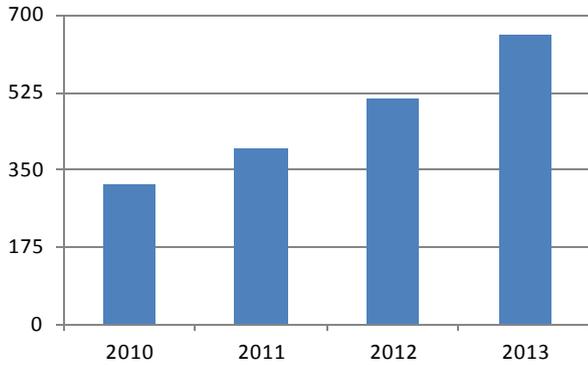
图 4：2014 Q2 收入前 5 名设备毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

国内新建道路虽增速放缓，但投资体量仍然巨大，中西部地区有望快速发展，据规划，2013-2030 年我国普通国道及高速公路建设总投资约为 4.7 万亿元，路面机械行业将从中受益；同时我国道路养护升级需求渐现，“十二五”期间二级及以上公路总里程将从 44.5 万公里增加到 65 万公里，将带来大量的设备需求。同时，我国大量公路开始进入养护大修阶段，预计 2015 年-2017 年每年公路大修里程数至少在 70 万公里以上，对应每年投入公路养护机械的费用至少 972 亿元。公司依托其特种设备分公司开拓军品新业务，短期内将专注于机场跑道快速修复系统的生产、制造和销售，长期存在扩展品类的机会。据估算，国内军用机场

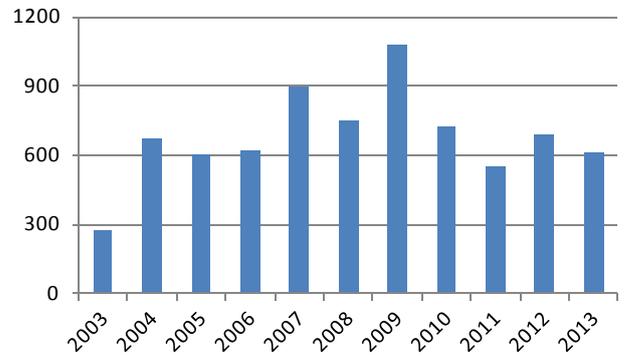
跑道快速修复系统市场空间约 100 亿；公司作为国内目前唯一具备生产能力的供应商，在该领域将分得大蛋糕；而且公司目前机械设备销售稳定在 1~2 亿元规模，军品业务将成为未来业绩的重要增长点。

图 5: 我国公路新建财政支出 (单位: 亿元)



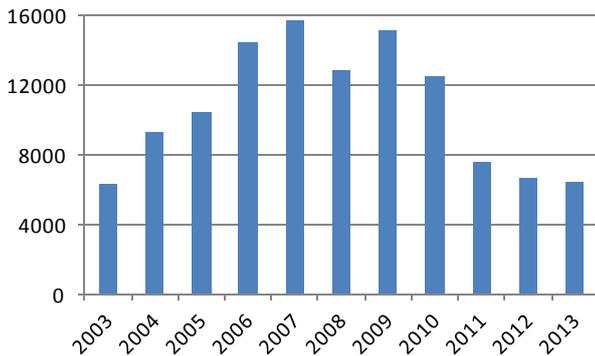
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 6: 我国公路新建新增产能 (单位: 万平米)



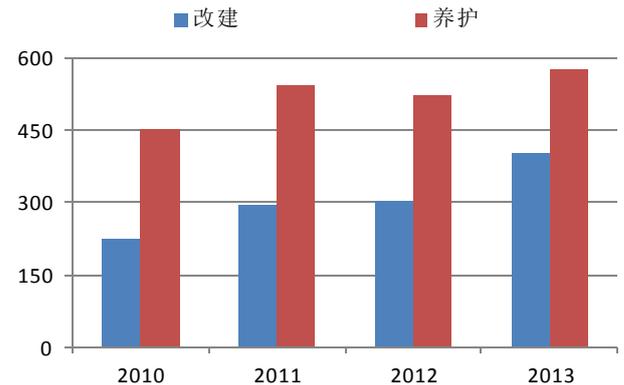
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 7: 我国改建公路新增产能 (单位: 万平米)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 8: 我国公路改建、养护财政投入 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

大股东陕鼓加入，有助于进一步打开国内市场，促进销售。

四、估值与评级

国内基础设施建设投资处于持续整体低迷的态势，公司坚持技术立身，及时应变转向海外、涉足军工、引入大东家，2015 年将进入业绩反转期。估算公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元和 0.76 元，对应 PE 55 倍、41 倍、31 倍；2015 年为公司业绩反转年，且具备“一带一路”和军工概念，且存在外延增长预期，可提升估值，维持“买入”评级。

附：财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	330.68	563.00	720.00	951.00	净利润	50.41	89.61	121.14	160.25
营业成本	253.24	410.98	516.27	679.76	折旧与摊销	9.54	7.89	7.89	7.89
营业税金及附加	0.98	1.67	2.13	2.82	财务费用	-23.17	-17.63	-20.89	-25.42
销售费用	19.97	33.78	42.48	55.16	资产减值损失	3.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	19.97	33.78	42.48	55.16	经营营运资本变动	-151.53	-208.02	61.58	-275.21
财务费用	-23.17	-17.63	-20.89	-25.42	其他	189.70	9.33	11.72	17.08
资产减值损失	3.26	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	78.22	-118.82	181.45	-115.41
投资收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-144.07	4.25	4.25	4.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-155.65	4.25	4.25	4.25
营业利润	51.21	100.42	137.52	183.53	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.56	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	62.77	105.42	142.52	188.53	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.36	15.81	21.38	28.28	支付股利	-21.17	-30.66	-41.45	-54.83
净利润	50.41	89.61	121.14	160.25	其他	10.00	6.37	6.49	6.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-11.17	-24.29	-34.97	-48.43
归属母公司股东净利润	50.41	89.61	121.14	160.25	现金流量净额	-88.60	-138.86	150.73	-159.59
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	403.08	264.22	414.95	255.36	成长能力				
应收和预付款项	141.03	411.42	294.93	638.00	销售收入增长率	-38.06%	70.25%	27.89%	32.08%
存货	96.90	171.95	165.77	278.89	营业利润增长率	-30.14%	96.11%	36.94%	33.45%
其他流动资产	145.30	145.30	145.30	145.30	净利润增长率	-21.16%	77.75%	35.19%	32.28%
长期股权投资	16.91	16.91	16.91	16.91	EBITDA 增长率	-23.31%	88.16%	34.59%	32.02%
投资性房地产	1.16	0.99	0.81	0.63	获利能力				
固定资产和在建工程	118.08	110.89	103.69	96.50	毛利率	23.42%	27.00%	28.30%	28.52%
无形资产和开发支出	13.44	12.92	12.41	11.89	三费率	6.63%	8.87%	8.90%	8.93%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	15.25%	15.92%	16.83%	16.85%
资产总计	935.90	1134.59	1154.78	1443.49	ROE	6.25%	10.35%	12.81%	15.24%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.05%	8.73%	11.78%	12.62%
应付和预收款项	128.65	268.39	208.88	392.18	ROIC	10.64%	19.62%	18.33%	27.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.19%	18.99%	19.99%	19.98%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	128.65	268.39	208.88	392.18	总资产周转率	0.35	0.50	0.62	0.66
股本	211.73	211.73	211.73	211.73	固定资产周转率	2.80	5.08	6.94	9.86
资本公积	312.84	312.84	312.84	312.84	应收账款周转率	2.65	1.46	2.69	1.60
留存收益	282.68	341.63	421.32	526.74	存货周转率	2.61	2.39	3.11	2.44
归属母公司股东权益	807.25	866.20	945.89	1051.31	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.14	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	807.25	866.20	945.89	1051.31	资产负债率	13.75%	23.65%	18.09%	27.17%
负债和股东权益合计	935.90	1134.59	1154.78	1443.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.11	3.70	4.89	3.36
					速动比率	4.23	2.52	3.40	2.28
					股利支付率	42.00%	34.22%	34.22%	34.22%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.42	0.57	0.76
					每股净资产	3.81	4.09	4.47	4.97
					每股经营现金	0.37	-0.56	0.86	-0.55
					每股股利	0.10	0.14	0.20	0.26
业绩和估值指标									
EBITDA	56.83	106.94	143.92	190.01					
PE	97.61	54.91	40.62	30.71					
PB	6.10	5.68	5.20	4.68					
PS	14.88	8.74	6.83	5.17					
EV/EBITDA	79.55	43.60	31.36	24.60					
股息率	0.43%	0.62%	0.84%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn