

达刚路机（300103）

2010 年 7 月 28 日

沥青路面设备领跑者

建议询价区间 22.75 元-27.30 元

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411

舒灏
SAC 执业证书编号：S0850210070005
shuh@htsec.com
021-23219171

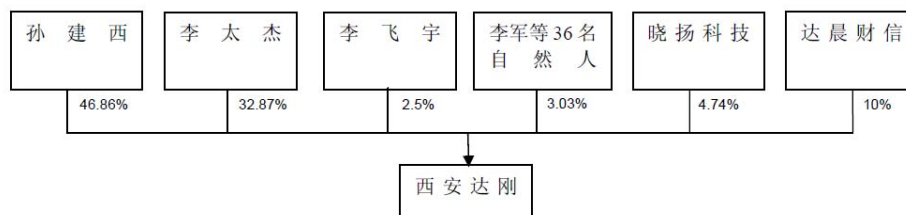
投资建议：公司主营业务为沥青加热、存储、运输设备。沥青材料的深加工设备和沥青路面施工专用车辆及筑养护机械设备的研发、生产和销售，属于公路筑养护机械制造业，是工程机械的子行业，主要用于公路建设。我国的公路建设未来还有很大发展空间，对公司产品需求有利，公司拥有完善的产品体系，拥有 36 项专利，技术储备丰富，技术在国内保持领先。募投项目用来扩大产能，提高产品技术水平和拓宽销售渠道，有利于公司长期发展。

公司 2010 年到 2012 年预计 EPS 为 0.91 元、1.13 元、1.38 元。公司所属工程机械行业的整体市盈率偏低，我们考虑到公司的技术和市场地位在路面机械中处于较高水平，估值应高于行业整体水平，我们认为达刚路机二级市场合理估值为相对 2010 年 30 倍市盈率，合理股价为 27.30 元，考虑到创业板上市公司新股普遍较高，但目前有逐渐走低趋势，我们认为相对 2010 年 25-30 倍市盈率是公司较为合理的一级市场估值区间，建议询价区间为 22.75 元-27.30 元。

1. 公司股权结构分析

尤洛卡是一家民营企业，公司实际控制人是李太杰先生和孙建西女士。发行前持有公司 79.73% 股权，本次发行前，公司总股本为 4900 万股，本次公司拟发行 1635 万股，占发行后股本的 25.02%，发行后总股本为 6535 万股。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

2. 公司主营业务介绍

公司主营业务为沥青加热、存储、运输设备。沥青材料的深加工设备和沥青路面施工专用车辆及筑养护机械设备的研发、生产和销售，产品由三大类构成

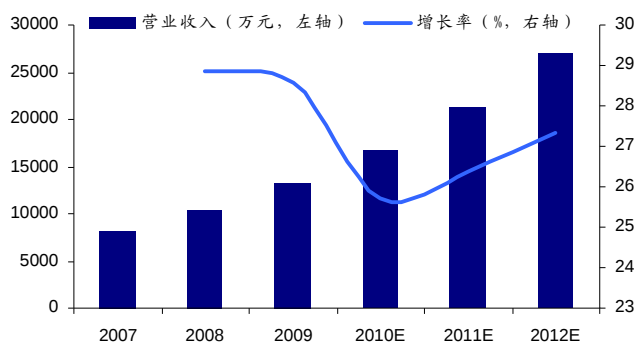
表 1 公司产品介绍

产品类别	产品名称	备注
沥青加热、存储、运输设备类	沥青脱桶设备	实现量产
	液态沥青运输车	实现量产
沥青材料深加工设备类	乳化沥青设备	实现量产
	聚合物改性沥青设备	实现量产
	废橡胶轮胎改性沥青设备	实现量产
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	实现量产
	同步封层车	实现量产
	稀浆封层车	实现量产
	碎石撒布机系列	实现量产
	综合养护车	小批量生产
	冷再生机	研发中

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

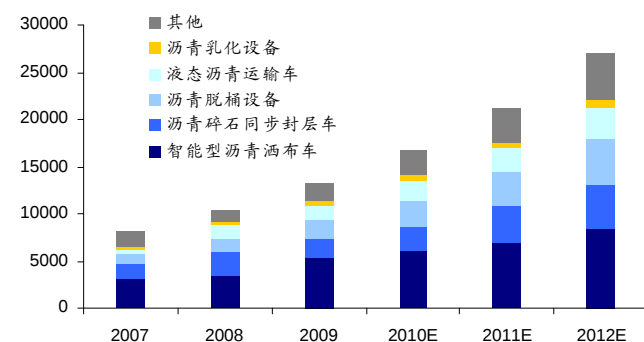
公司 2009 年营业收入 1.89 亿元，过去三年收入增长较快，公司产品主要用于道路施工及养护，虽然我国的公路新建里程增长空间有限，但白改黑及公路养护需求巨大，公司产品的国内外市场还有很大的拓展空间，预计未来仍将保持快速增长。

图 2 公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

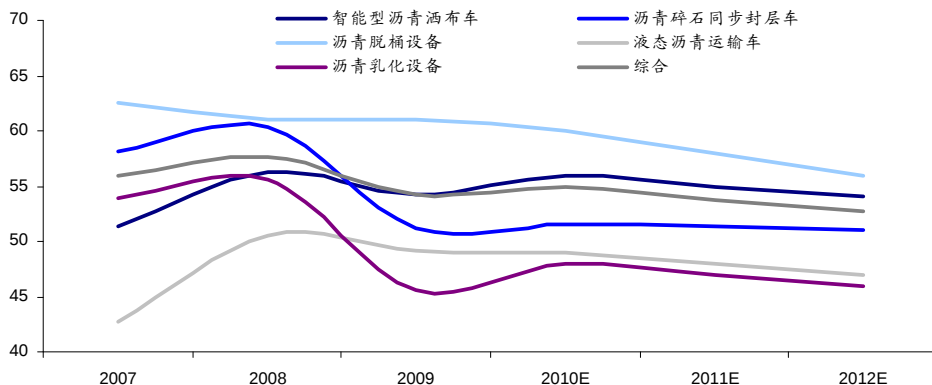
图 3 公司营业收入构成情况 (万元)



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

毛利率较高：公司目前毛利率维持在 55% 左右，公司技术在国内处于领先地位，售价高于同类产品 5-20%，该行业壁垒较高。且产品的专用性较强，市场竞争相对较小，公司整体毛利率维持较高水平，公司在不断根据市场需求开发新产品，改进产品性能，预计未来公司整体毛利率水平将维持在较高水平。

图 4 公司各产品毛利率情况 (%)

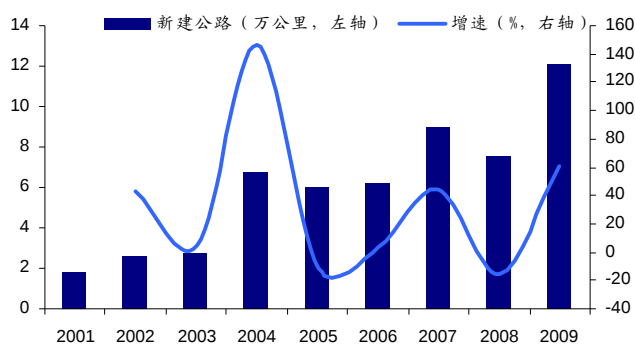


资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

3. 公路建设仍发展迅速,“白改黑”催生路面机械需求。

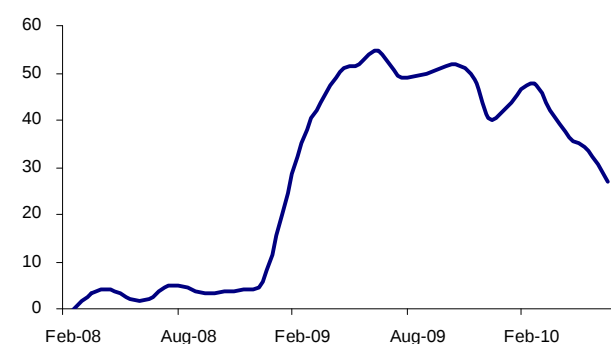
公司属于公路筑养护机械制造业,是工程机械的子行业,主要用于公路建设,截至 2008 年,中国的公路建设里程 373.02 万公里,我国的公路建设未来还有很大发展空间,对公司产品需求有利,一是中西部公路建设今年将进入路面建设集中期,未来西部公路建设空间巨大,二是中央提出的惠农政策,要求农村公路村村通,加强农村公路建设,随着城市化进程推进,全国公路里程还将保持较快增长,三是全国各级已有公路的养护需求。现在我国已建成的公路工程质量一般,且多已处于超负荷、超期限服务状态,路基破坏情况严重,修复养护工作量很大。

图 5 我国年度新建公路里程数



资料来源: Wind、海通证券研究所

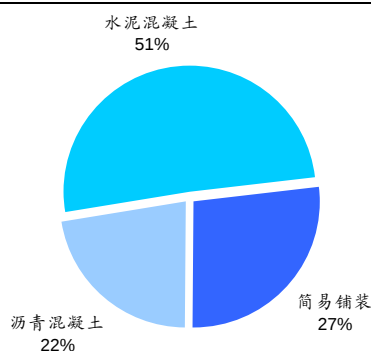
图 6 道路运输业固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

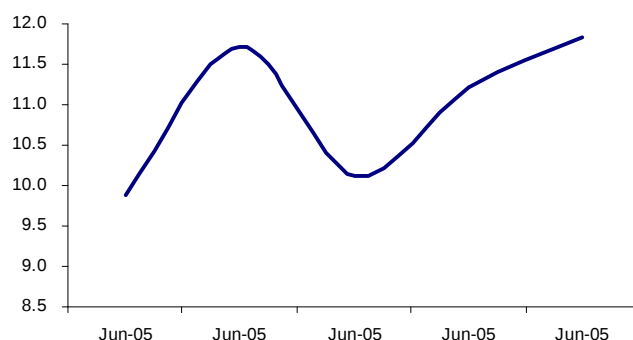
随着公路技术等级和路面等级进一步提高,沥青路面占比逐年增加,从 2004 年的 9.87% 上升至 2008 年的 11.83%。公路铺装路面分黑色路面 (沥青路面) 和白色路面 (水泥路面),白色路面破坏后修补难度较大,由于沥青公路在运输中的各种优势,白色路面往往在大修时被改造成黑色路面,截止 2008 年底,全国有铺装路面和简易铺装路面公路里程 199.56 万公里,占总里程的 53.5%,其中沥青混凝土路面仅 44.11 万公里,占已铺装路面总里程的 22.10%,水泥路面有 102.37 公里。发达国家已经在上世纪 50-60 年代完成了“白改黑”工程,目前欧美已经达到 95% 以上的黑色沥青路面,而中国正在经历这一过程,其间必将对路面机械产生巨大的需求。假设 80% 的白色路面会给成沥青路面,则大约有 80 万公里的水泥路面有改造需求,达到现有沥青路面的 2 倍左右,市场空间巨大。

图 7 我国现有公路机构



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

图 8 沥青路面占公路里程比例 (%)

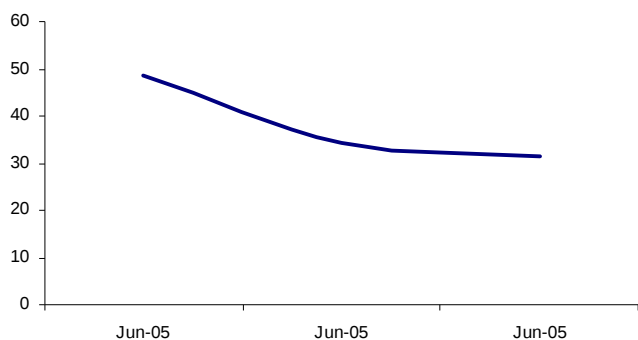


资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

4. 公司技术处于国内领先地位。

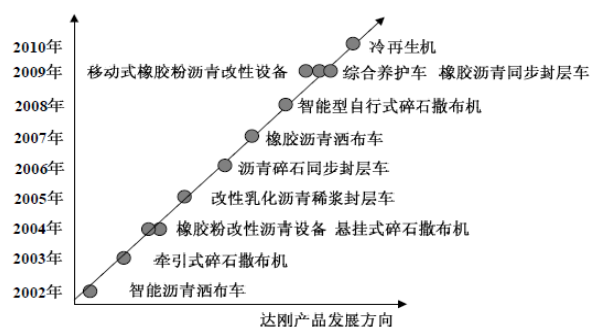
公司 2002 研制开发出国内第一台智能型沥青洒布车,达到国际先进水平,此后先后研制出国内第一台橡胶粉改性沥青设备、国内第一台具有智能联动控制沥青和碎石的同步封层车等,公司拥有完善的产品体系,拥有 36 项专利,技术储备丰富,技术在国内保持领先。

图9 智能型沥青洒布车市场占有率(%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

图10 公司技术创新、产品创新发展路线图



资料来源: Wind、海通证券研究所

公司生产多种沥青路面产品，产品差异较大，市场占有率数据不全，从占公司营业收入40%左右的主要产品智能型沥青洒布车来看，近3年在沥青洒布车领域的市场占有率维持在5.5%左右，在智能型沥青洒布车中份额占到35%左右，排名全国第一。公司在国内的主要竞争对手有欧亚机械设备公司、河南省高远公路养护技术公司、浙江美通机械制造有限公司，在国外的竞争对手主要有法国法亚集团、美国VSS公司、意大利MASSEN-ZA公司等。

冷再生机主要用于2-4级公路的路基病害修复，公司的冷再生机已处于试验认证阶段，有望在2011年实现批量生产，国内2-4级公路通车里程达266万公里，路基病害严重，潜在市场规模巨大，但目前国内设备技术水平还达不到要求，主要采用德国维特根等进口设备，若公司该产品质量过关，未来公司该产品有望实现进口替代。

5. 募集资金项目有助于公司缓解产能瓶颈

公司拟发行1635万股，拟投资以下项目。预计2014年达产，达产后可年产智能型沥青洒布车180辆、改性乳化沥青稀浆封层车70辆、沥青碎石同步封层车160辆、液态沥青运输车180辆、自行式碎石撒布机73辆、沥青路面养护车65辆、连续式胶粉改性设备16套。实现年销售收入1.7亿元，年利润总额4735万元，年税后利润3551万元。募投项目完成后，公司产能和技术水平将获得大幅提升，一方面可缓解公司产能瓶颈，另一方面有助于公司提高产品技术水平，优化产品结构，巩固公司在市场的竞争力。

表2 募集资金项目情况(万元)

		总投资额	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
1	达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设项目	总投资					
		23966					
	固定资产投资	20360	7160	8700	4500		
	铺底流动资金	3606		1420	557	653	976
2	达刚营销服务网络建设项目	总投资					
		3892					
	固定资产投资	1101	224	75	802		
	运营流动资金	2437	384	643	1410		
	铺底流动资金	354	61	72	221		

资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

表 3 公司产能情况 (台/套)

产品名称	2009 年产量	2009 年销量	2014 年达产后产能
智能型沥青洒布车	43	59	180
沥青碎石同步封层车	17	19	160
改性乳化沥青稀浆封层车	3	4	70
液态沥青运输车	14	27	180
碎石撒布机	45	40	73
沥青路面养护车			65
沥青改性设备	1	1	16
合计	123	150	744

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们基于以下假设，对公司未来业绩进行预测：

未来三年公司费用率和所得税率保持稳定；

宏观经济保持平稳，下游需求保持稳定。

未来公路建设保持稳定增长。

表 4 营业收入分项预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
智能型沥青洒布车 (万元)	2981.31	3459.63	5312.68	6035.70	7009.20	8411.04
增速 (%)		16.04	53.56	13.61	16.13	20.00
毛利率 (%)	51.41	56.24	54.25	56.00	55.00	54.00
沥青碎石同步封层车 (万元)	1737.92	2486.18	2123.30	2612.50	3740.63	4631.25
增速 (%)		43.05	-14.60	23.04	43.18	23.81
毛利率 (%)	58.09	60.32	51.14	51.50	51.30	51.00
沥青脱桶设备 (万元)	911.67	1434.11	1871.98	2870.00	3731.00	4850.30
增速 (%)		57.31	30.53	53.31	30.00	30.00
毛利率 (%)	62.50	61.00	60.95	60.00	58.00	56.00
液态沥青运输车 (万元)	437.08	1369.84	1588.43	1957.50	2413.13	3378.38
增速 (%)		213.41	15.96	23.23	23.28	40.00
毛利率 (%)	42.66	50.47	49.09	49.00	48.00	47.00
沥青乳化设备 (万元)	407.79	411.14	487.22	522.50	600.88	721.05
增速 (%)		0.82	18.50	7.24	15.00	20.00
毛利率 (%)	53.88	55.56	45.51	48.00	47.00	46.00
其他产品 (万元)	1586.03	1225.68	1970.18	2790.55	3724.79	5024.15
增速 (%)		-22.72	60.74	41.64	33.48	34.88
毛利率 (%)	52.74	56.41	50.59	51.00	50.00	50.00

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

表 5 2010-2012 年公司利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	8061.80	10386.58	13353.79	16788.75	21219.61	27016.16
营业成本	3551.16	4408.51	6125.84	7567.60	9802.82	12753.66
营业税金及附加	83.68	68.97	158.26	167.89	212.20	270.16
销售费用	569.26	739.95	938.43	1180.25	1491.74	1899.24
管理费用	349.38	661.24	956.39	1175.21	1485.37	1891.13
财务费用	-146.56	-144.84	-95.22	-167.89	-318.29	-270.16
资产减值损失	58.75	25.21	59.75	40.00	40.00	40.00
营业外收入	0.00	127.26	253.40	150.00	150.00	150.00
营业外支出	1.35	92.21	22.82	0.00	0.00	0.00
所得税	536.89	715.78	826.53	1046.35	1298.37	1587.32
净利润	3057.90	3946.81	4614.38	5929.33	7357.41	8994.82
归属于母公司所有者的净利润	3057.90	3946.81	4614.38	5929.33	7357.41	8994.82
完全摊薄每股收益 (元)	0.47	0.60	0.71	0.91	1.13	1.38

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

公司 2010 年到 2012 年预计 EPS 为 0.91 元、1.13 元、1.38 元。上市公司中，我们选择同为工程机械的上市公司进行比较。可比上市公司相对 2010 年的平均市盈率为 13.61 倍。公司所属工程机械行业的整体市盈率偏低，我们考虑到公司的技术和市场地位在路面机械中处于较高水平，估值应高于行业整体水平，我们认为达刚路机二级市场合理估值为相对 2010 年 30 倍市盈率，合理股价为 27.30 元，考虑到创业板上市公司新股普遍较高，但目前有逐渐走低趋势，我们认为相对 2010 年 25-30 倍市盈率是公司较为合理的一级市场估值区间，建议询价区间为 22.75 元-27.30 元。

表 6 同行业上市公司估值情况

股票代码	股票简称	股价(元, 2010-7-27)	EPS (元)		PE (X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
000680	山推股份	12.98	1.02	1.25	12.73	10.38
002097	山河智能	15.18	0.59	0.85	25.73	17.86
600815	厦工股份	10.48	0.77	0.93	13.61	11.27
	平均				17.35	13.17

资料来源：Wind、海通证券研究所

表 7 2010 年 3 月份以来上市创业板新股估值情况

代码	名称	发行价格 (元)	目前价格 (元)	EPS (元)		发行价对应 PE (X)		目前股价对应 PE (X)	
				2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
300059	东方财富	40.58	52.31	0.51	0.77	79.05	52.94	101.90	68.24
300061	康耐特	18.00	19.69	0.36	0.50	50.48	35.89	55.22	39.26
300062	中能电气	24.18	23.99	0.53	0.57	45.54	42.41	45.18	42.08
300063	天龙集团	28.80	24.48	0.54	0.66	52.93	43.60	44.99	37.06
300064	豫金刚石	21.32	20.20	0.35	0.48	61.77	44.81	58.53	42.46
300065	海兰信	32.80	36.65	0.51	0.77	64.94	42.68	72.56	47.69
300066	三川股份	49.00	47.24	1.17	1.36	41.86	36.16	40.36	34.86
300067	安诺其	21.20	18.90	0.43	0.59	48.99	35.70	43.67	31.83
300068	南都电源	33.00	25.09	0.65	0.78	50.90	42.44	38.70	32.27
300069	金利华电	23.90	27.25	0.40	0.49	60.46	48.48	68.94	55.27
300070	碧水源	69.00	83.74	0.73	1.25	94.62	55.30	114.84	67.11
300071	华谊嘉信	25.00	29.82	0.49	0.70	50.38	35.72	60.26	42.73
300072	三聚环保	32.00	36.90	0.52	0.71	61.06	44.95	70.41	51.83
300073	当升科技	36.00	57.46	0.50	0.87	71.78	41.21	114.58	65.78
300074	华平股份	72.00	63.17	1.10	1.50	65.62	48.13	57.57	42.23
300075	数字政通	54.00	47.67	0.74	1.05	73.31	51.33	64.71	45.31
300076	宁波 GQY	65.00	66.90	0.98	1.33	66.54	48.72	68.49	50.15
300077	国民技术	87.50	120.33	1.07	1.46	81.41	59.86	111.95	82.32
300078	中瑞思创	58.00	64.84	0.89	1.26	65.03	46.04	72.69	51.47
300079	数码视讯	59.90	51.27	0.88	1.16	68.37	51.54	58.52	44.12
300081	恒信移动	38.78	32.85	0.62	0.90	62.14	43.20	52.64	36.59
300082	奥克股份	85.00	71.17	1.55	1.88	54.70	45.13	45.80	37.78
300083	劲胜股份	36.00	28.51	0.70	1.00	51.52	36.09	40.80	28.58
300084	海默科技	33.00	27.19	0.43	0.56	76.14	59.09	62.74	48.68
300085	银之杰	28.00	26.73	0.49	0.64	57.39	44.02	54.78	42.02
300086	康芝药业	60.00	51.48	0.98	1.37	61.49	43.85	52.76	37.62
300087	荃银高科	35.60	32.98	0.64	0.77	55.56	45.97	51.47	42.59
300088	长信科技	24.00	27.56	0.48	0.70	49.75	34.49	57.13	39.61
300089	长城集团	20.50	19.27	0.45	0.58	45.91	35.32	43.16	33.20
300090	盛运股份	17.00	19.06	0.38	0.50	44.65	34.17	50.06	38.31
300091	金通灵	28.20	28.45	0.65	1.01	43.27	27.79	43.65	28.04
300092	科新机电	16.00	17.68	0.41	0.46	39.38	34.47	43.51	38.09
300093	金刚玻璃	16.20	19.11	0.35	0.48	46.50	33.82	54.85	39.89
300094	国联水产	14.38	13.30	0.30	0.43	47.92	33.20	44.33	30.71
平均						58.57	42.90	60.64	43.99

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

7. 风险提示

市场推广能否跟上产能扩张;

其他公司研发能力的改进,可能增加公司产品的市场竞争,造成毛利率下滑;

募投项目实施进度的不确定

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。