

立足本土，放眼世界

达刚路机询价报告（300103）

合理询价区间： 34.4 元-38.7 元

询价报告

2010 年 7 月 29 日 星期四

牛纪刚
执业证书编号：S0630209060131
021-50586660-8636
niujiang@longone.com.cn
机械行业 高级分析师

联系人：赵语涛
021-50586660-8637
zhaoyt@longone.com.cn
机械行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhrsearch@longone.com.cn

重要数据

发行股数(万股)	1635
发行日期	2010/8/2
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	浙商证券
上市日期	2010/-/-

投资要点

- **筑养路机械设备制造业核心技术领跑者。**针对路面机械的高端市场，公司拥有国内领先的核心技术。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。
- **沿着高精尖发展道路拓展产业链，实现快速发展。**主营产品方面，公司占据高端市场的主导地位，2008 年末，公司在高端的智能型沥青洒布车上的市场占有率为 31.25%。除此之外，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。
- **募集资金有望有效提高公司核心竞争力。**募集资金主要用于总装基地及研究中心建设项目和营销服务网络建设项目，有望弥补高端沥青路面工程机械产能与市场需求间的差距。
- **风险因素和催化剂。**行业周期波动风险是公司面临的主要风险因素。国家行业政策的扶植、公司产品系列集群的环保节能和智能化特点符合未来公路建设的发展趋势，具有较大的成长性和发展空间，是公司增长的催化剂。
- **盈利预测与估值。**我们认为，依托公司的技术和产品优势，未来增长确定。我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.86 元、1.12 元、1.40 元。结合创业板的估值情况，我们认为合理的询价区间为 34.4-38.7 元，对应 2010 年 40-45 倍市盈率。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	134	172	229	298
营业收入增长率(%)	28.6%	28.6%	33.5%	30.1%
营业利润(百万元)	52	66	86	107
营业利润增长率(%)	12.6%	26.5%	30.5%	24.8%
净利润(百万元)	46	56	73	91
净利润增长率(%)	16.9%	21.3%	30.6%	24.8%
每股收益(元)	0.94	0.86	1.12	1.40
每股净资产(元)	2.76	12.43	13.55	14.94
EV/EBITDA	0.2	0.4	0.3	0.3

目录

1. 公司一览.....	4
1.1 公司概况.....	4
1.2 股权结构.....	4
2. 筑养路机械细分子行业发展前景看好	5
2.1 政策引导行业发展.....	5
2.2 下游需求持续发展.....	6
2.2.1 公路建设投资和国内公路里程持续增长	6
2.2.2 沥青公路建设比重增加,“白改黑”是发展趋势	7
2.2.3 国际市场公路建设需求不断增长。	7
2.3 环保化和智能化是行业未来的发展方向	9
3. 技术领先、标准在握,公司有望继续保持高成长	9
3.1 细分行业龙头,持续高增长.....	9
3.2 研发与时俱进,不断拓展产业链	9
3.3 产品环保、节能、高效,符合产业未来的发展方向	10
3.4 主要产品沥青洒布车市场占有率高且稳定	11
3.5 公司盈利能力强,能够保持行业内高毛利率	11
4. 募集资金有利于解决产能瓶颈,提升竞争力	12
5. 风险因素和催化剂	13
6. 盈利预测与估值	13

图形目录

图 1. 公司股权结构图.....	4
图 2. 西安达刚 09 年主营收入分解.....	4
图 3. 西安达刚历史营运表现.....	4
图 4. 西安达刚 09 年毛利分解.....	5
图 5. 西安达刚历史盈利表现.....	5
图 6. 公司所属的工程机械细分子行业	5
图 7. 我国高速公路里程发展趋势.....	6
图 8. 2008 年我国公路各种路面占比情况.....	7
图 9. 公司内外销收入占比情况(百万元)	8
图 10. 公司内外销收入毛利率情况.....	8
图 11. 产品发展路线图	10
图 12. 公司产品节能环保.....	10
图 13. 公司沥青洒布车和智能型沥青洒布车的市场占有率	11
图 14. 2009 年公司主要产品毛利率	12
图 15. 2009 年相关上市公司毛利率对比	12

表格目录

表 1. 国家相关的支持政策.....	6
表 2. 主要出口国家和地区未来公路建设情况.....	8
表 3. 公司募投资金运用.....	12
表 4. 关键财务与估值指标.....	13
表 5. 预测资产负债表.....	14
表 6. 预测利润表.....	14
表 7. 预测现金流量表.....	15
表 8. 可比上市公司情况.....	15

1. 公司一览

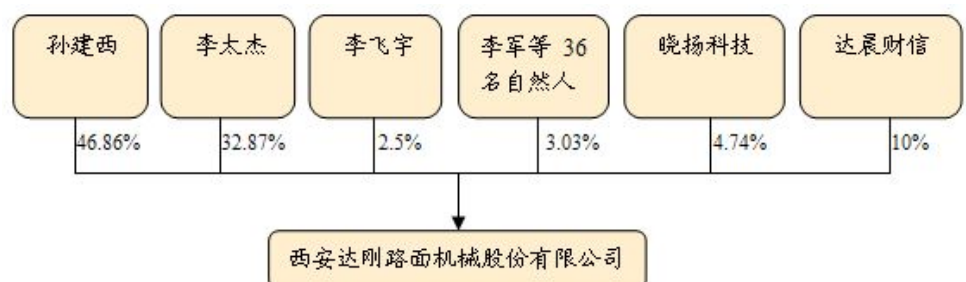
1.1 公司概况

西安达刚路面机械股份有限公司是一家专门从事筑、养路机械设备的开发设计、生产、销售和技术服务的企业。公司前身达刚机电由自然人孙建西、李太杰、李飞宇共同出资组建，于2002年5月16日成立，注册资本为260万元。2007年11月15日整体变更为西安达刚路面机械股份有限公司。主要业务包括沥青加热、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。2008年在智能型沥青洒布车市场上的占有率为31.25%，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。

1.2 股权结构

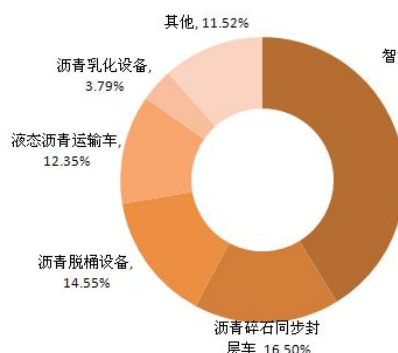
孙建西、李太杰夫妇合计持有发行人39,067,224股，占本次发行前发行人总股本的79.73%，为发行人控股股东及实际控制人。

图 1. 公司股权结构图



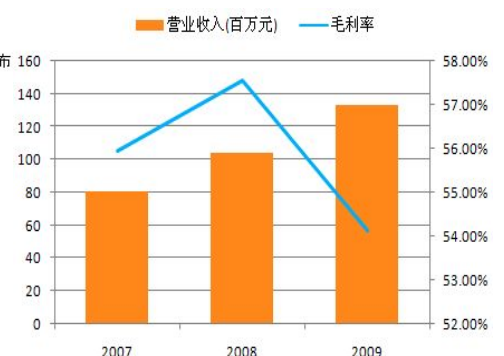
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 2. 西安达刚 09 年主营收入分解



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 3. 西安达刚历史营运表现



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 4. 西安达刚 09 年毛利分解

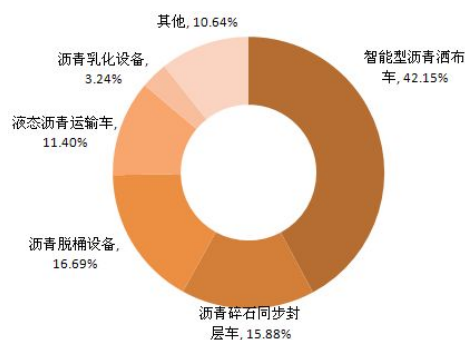


图 5. 西安达刚历史盈利表现



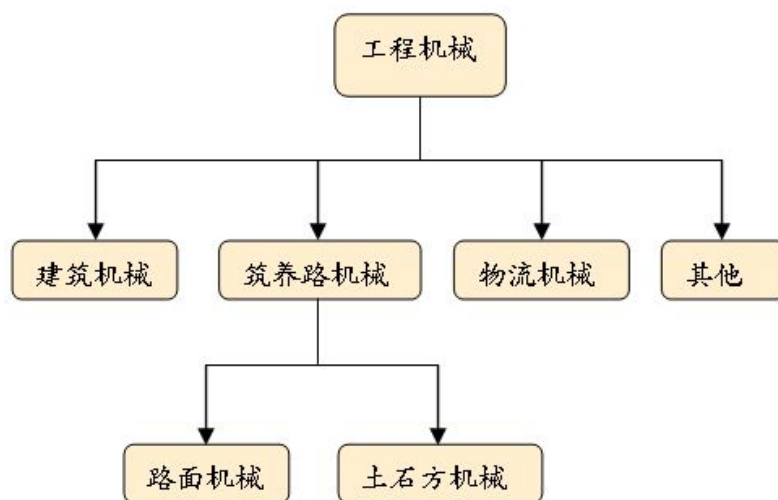
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所 资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2. 筑养路机械细分子行业发展前景看好

2.1 政策引导行业发展

公司生产的主要产品为路面施工专用车辆，但公司主要生产上装部分的专用机械设备。按实际经营活动的行业定位，公司按大类为工程机械制造业中的筑养路机械设备制造业，按小类为沥青路面机械制造业。

图 6. 公司所属的工程机械细分子行业



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

筑养路机械行业的发展主要与施工新技术、新工艺、新材料的发展密切相关。目前，我国的筑养路机械行业进入一个相对成熟的发展时期，自身的研发创新能力不断加强，产品的耐用性和可靠性大幅提升，产品的升级换代也保持较高速度，业内企业的加工能力、加工手段和职工技术水平得到持续提高。与此同时，国家也鼓励开发新型筑养路机械设备，政策的引导会促进行业更快地发展。

表1. 国家相关的支持政策

序号	支持政策	发布部门	主要内容
1	《产业结构调整指导目录（2005）》	国家发改委	“公路工程及养护新型机械设备设计制造”属于鼓励类项目。
2	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》	国家发改委	交通运输基础设施建设与养护技术及装备作为交通运输业的重点领域及其优先主题。
3	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）》	国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局	“路面再生及有机大分子废弃物在改性沥青中的应用”被列为重要课题。
4	《高新技术企业认定管理办法》	科技部、财政部、国家税务总局	将与发行人产品所属领域“有核心专利技术或自主知识产权，利用新传动原理、新机械结构和新加工工艺的新型机械技术等”定为国家重点支持的高新技术领域，对于从事该领域且相关指标达到要求的企业给予税收优惠。
5	《装备制造业调整和振兴规划实施细则》	国务院办公厅	以大型隧道全断面掘进机、大型履带吊和全路面起重机、架桥机、沥青混凝土搅拌和再生成套设备等为重点，发展大型、新型施工机械。

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

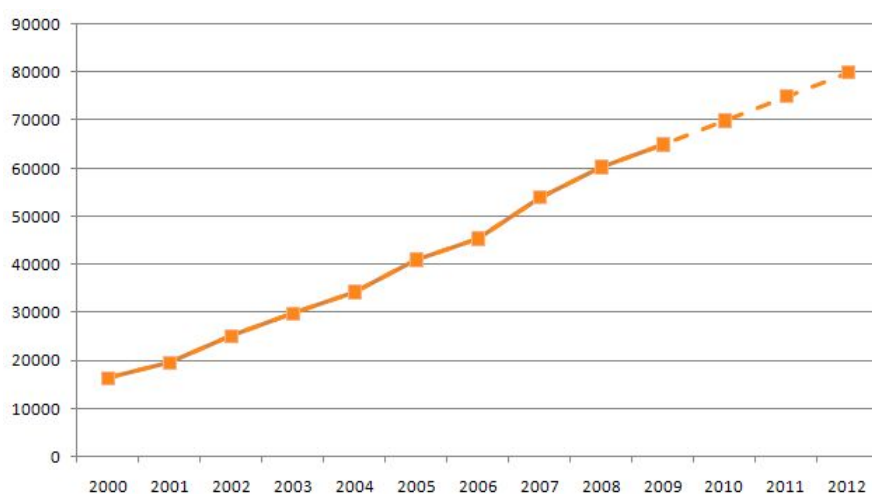
2.2 下游需求持续发展

2.2.1 公路建设投资和国内公路里程持续增长

近年来，我国公路建设投资完成额呈现连续增长的态势，2008 年全年国内公路建设投资规模达到 6,880 亿元，2009 年全年国内公路建设投资规模达到 9,669 亿元以上，创历史新高，比上年增长 40%以上。

随着公路建设投资的增长，我国公路总里程将获得不断增长。交通运输部部长李盛霖 2010 年 3 月 7 日在列席十一届全国人大三次会议湖南团审议预算和计划报告时表示，中国的高速公路总里程将在两到三年内超过美国。2009 年我国高速公路里程已经达到 6.5 万公里，2012 年有望达到 8 万公里。高速公路建设有望持续增长，这也决定了筑养路机械行业的未来景气度会得到保证。

图 7. 我国高速公路里程发展趋势

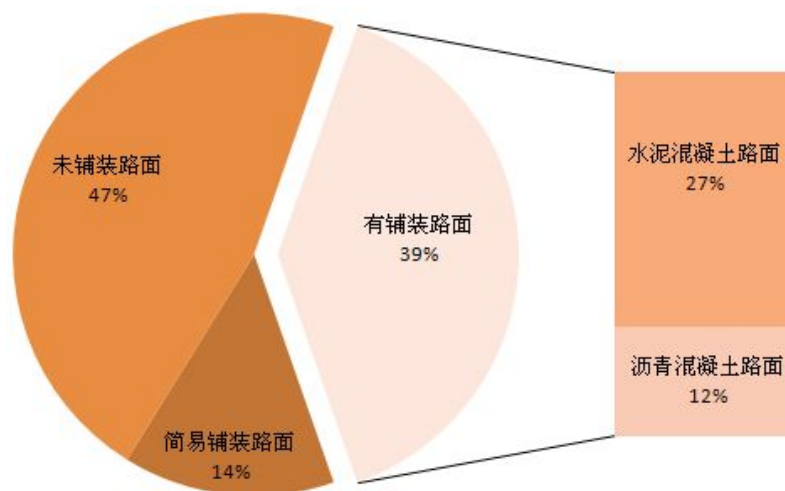


资料来源：交通运输部网站，东海证券研究所

2.2.2 沥青公路建设比重增加,“白改黑”是发展趋势

白改黑,是把原来的水泥混凝土路面(灰白色)改建为沥青混凝土路面(黑色),达到环保、防尘、降噪和增添行车舒适性的效果。

图 8. 2008 年我国公路各种路面占比情况



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

截至 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,比上年末增加 21.91 万公里,占总里程的 53.5%,比上年末提高 3.9 个百分点。按公路路面类型分,各类型路面里程分别为:有铺装路面 146.4 万公里,其中沥青混凝土路面 44.11 万公里,水泥混凝土路面 102.37 万公里,比上年末分别增加 21.45 万公里、3.95 万公里和 17.50 万公里;简易铺装路面 53.08 万公里,比上年末增加 0.46 万公里;未铺装路面 173.45 万公里,比上年末减少 7.27 万公里。

发达国家的沥青路面占铺装公路总里程比重达到 95%左右,而我国这一数字还很低,目前各地政府陆续开始进行“白改黑”工程建设,因此“白改黑”将是未来路面材料与施工的发展趋势,沥青路面的建设会为拉动行业的发展。

2.2.3 国际市场公路建设需求不断增长。

从国际市场看,欧美发达国家在上世纪 50-60 年代就完成了大规模的公路网建设,现已进入大规模的维护、养护阶段,而大量的发展中国家则刚进入公路网络的大规模建设阶段。预计随着世界经济的不断发展,国际公路建设的黄金时代仍将继续维持 20~30 年。

国际市场的客户主要面向环地中海地区、非洲产油国、印度、俄罗斯、巴西、中亚五国等,这些国家和地区未来会进入公路网络的大规模建设阶段。值得注意的是,由于出口退税等因素的影响,外销产品的毛利率比内销产品的毛利率要高,公司目前外销收入占比较少,有很大的成长空间,国际市场的需求

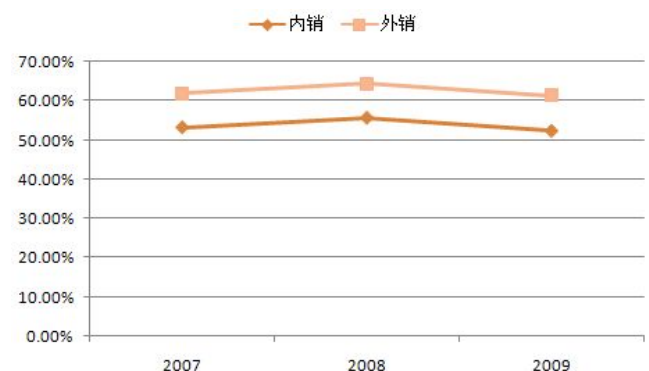
将为筑养路机械的发展提供机遇。

图 9. 公司内外销收入占比情况 (百万元)



资料来源: WIND, 东海证券研究所

图 10. 公司内外销收入毛利率情况



资料来源: WIND, 东海证券研究所

表2. 主要出口国家和地区未来公路建设情况

序号	国家和地区	未来的公路建设内容
1	环地中海地区	环地中海高速公路的欧洲段已建成, 中东地区国家及北部非洲国家正在计划建造亚洲、非洲段。环地中海高速公路建成后, 各国将继续建造和各个主要城市、地区连接的高等级公路和省、市级道路。
2	非洲产油国	非洲主要产油国包括尼日利亚、安哥拉、阿尔及利亚等, 随着外汇收入增长逐步开始大规模公路建设。如安哥拉现有公路总里程为 7.5 万公里, 其中沥青路面 1.8 万公里, 另 5.7 万公里是沙石土路面。县市级公路路面状况普遍较差, 具有较高的开发潜力。未来两年, 安哥拉政府在公路建设上计划投资大约 30 亿美元。
3	南亚市场	印度政府已制定并正在执行的建设发展规划主要有“国家公路开发项目”和“乡村道路计划”。前者是一个总里程约 1.5 万公里的南北通道、东西走廊大型建设计划, 后者是一个建设总里程为 17 万公里、连接居住人口 500 人以上村庄的农村道路发展计划。印度政府打破过去由政府出钱修路、养路的运行模式, 采用国际流行的项目融资 (BOT) 方式, 鼓励国内外公司积极投标。 斯里兰卡现有公路 2.8 万公里。根据“斯里兰卡北部公路重建计划”, 政府将对该国北部的 13 条公路进行改造建设, 其中 5 条干线公路已被列为国家重点支持项目, 我国企业负责承建其中的 4 条。
4	俄罗斯	俄罗斯现有公路 93.3 万公里, 公路密度不及法国和美国的 10%。据俄罗斯交通部的统计数据显示, 现在俄罗斯有高达 63% 的公路不符合质量标准, 如果不增加财政拨款, 到 2016 年质量合格的公路将降至 29%。俄罗斯国家杜马通过的 2008 至 2010 年俄罗斯财政预算中将在期间内新建 8,500 公里公路。同时, 俄罗斯交通部将向政府提交 2010 年至 2015 年公路发展规划, 预计每年需要 1,200 亿卢布的拨款用于翻新改造, 以使俄罗斯所有公路符合质量标准。
5	巴西	巴西公路网总里程达 175 万公里, 铺装了柏油沥青或水泥路面的等级公路为 16.5 万公里。其中私营化公路 9,500 公里, 占等级公路的 6%, 由 37 家公司经营。据巴西交通联合会的调查, 巴西私营化公路中, 路况好的和很好的公路占 89.3%, 比较差的占 10.5%, 很差的占 0.2%。其余 94% 未私营化的国有公路路况中很好的公路占 40.9%, 比较差的路面占 57.6%, 很差和极差的公路占 1.5%。作为南美洲最大的国家和极具经济活力的“金砖四国”之一, 巴西将是未来的公路重点发展地区。
6	中亚五国	哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦等国的经济正在恢复发展之中, 中亚地区整体公路网的规划和建设已经展开, 这些国家已经进入大规模的路面机械国际订单招标投标采购阶段。

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

2.3 环保化和智能化是行业未来的发展方向

中国和世界公路的建设发展对公路筑养护机械的智能化、系列化的要求越来越高。不仅要求公路建设质量高，建设成本低，而且要求筑养路机械可靠、高效、环保。根据国内外公路建设的发展趋势，未来筑养路机械产品将向以下两个方向发展：

环保化：随着世界绿色经济的发展以及环境保护理念的深入推广，重污染、高耗能的筑养路机械逐渐被淘汰，环保、节能、高效的产品已经成为市场的主流和发展方向。

智能化：随着筑养路机械的发展，对产品的集成化、自动化和精确化提出了更高的要求。传统低端的沥青路面工程机械，由于自动化程度较低且施工质量无法保证，已经无法适应目前公路的建设需求，市场份额正逐渐被高端智能型的机械所取代。

以公司的智能型沥青洒布车为例，相比普通的沥青洒布车，在道路铺设阶段可以节省成本，保证更高质量，在维护阶段也需要更少的费用，因此替代普通沥青洒布车是必然的。环保节能和智能化特点符合未来公路建设的发展趋势，也是必然趋势，具有较大的成长性和发展空间，将产生巨大的市场契机。

3. 技术领先、标准在握，公司有望继续保持高成长

3.1 细分行业龙头，持续高增长

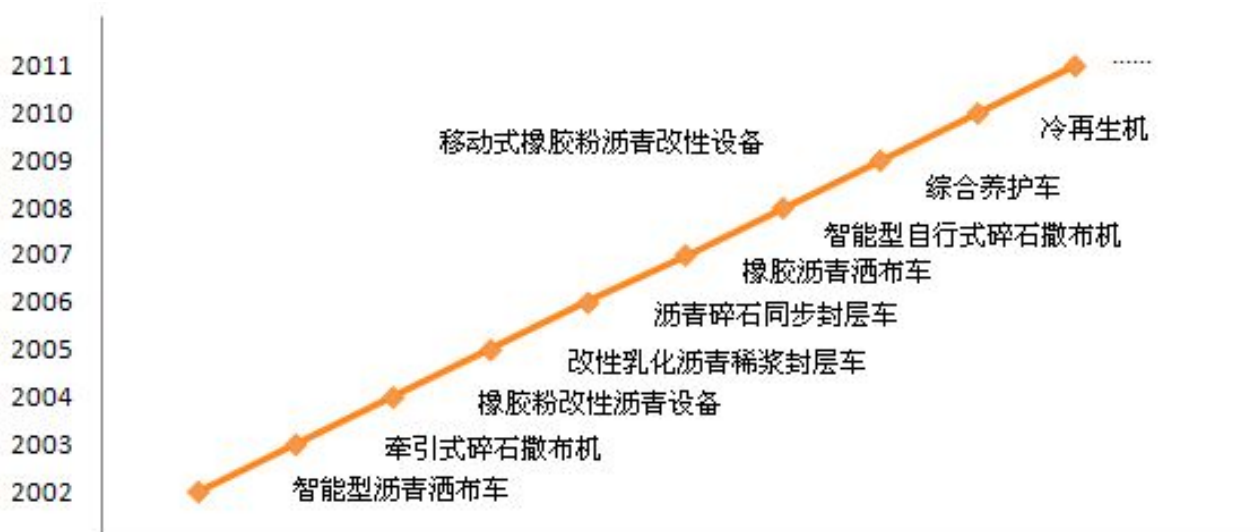
公司具有领先的技术优势、产品质量和性能优势、品牌优势及市场先发优势。公司的脱桶设备、沥青洒布车、沥青碎石同步封层车、稀浆封层车等产品的核心技术属于国际先进水平。公司是智能型沥青洒布车行业标准和沥青碎石同步封层车国家标准的起草者、制定者。

公司除了冷再生机、自行式全液压碎石撒布机、沥青洒灌车和大吨位沥青洒布车在研制和试验阶段外，其余主要产品的核心技术均已成熟，已实现批量生产并通过国内外市场检验。产品主要面向高端市场，具有较高的毛利水平。2007 年、2008 年及 2009 年度主营业务综合毛利率分别为 54.09%、57.13%和 53.15%。

3.2 研发与时俱进，不断拓展产业链

公司以市场为导向，不断进行技术创新，研发新产品。从 2002 年研制开发出国内第一台智能型沥青洒布车，到 2009 年研制出移动式橡胶粉沥青改性设备、综合养护车，以及 2010 年正在研制的冷再生机，公司不断进行产品创新。产业链的扩展使得公司竞争力得到提升。

图 11. 产品发展路线图



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3.3 产品环保、节能、高效，符合产业未来的发展方向

图 12. 公司产品节能环保



资料来源：公司招股说明书

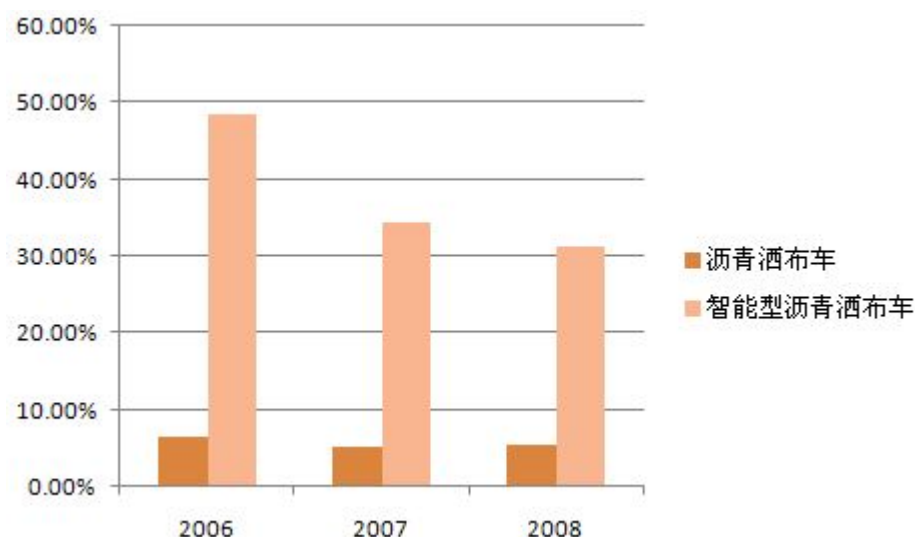
公司将节能、环保、循环经济等基本理念体现在了研发、设计等各个环节之中。凭借对沥青行业的深刻理解，公司研制了具有世界先进水平的中国第一台智能型沥青洒布车，填补了中国公路沥青路面施工过程的技术与设备缺失，大幅提高了施工过程的环保性和节能性。公司研发的橡胶沥青改性设备和积极推广的橡胶沥青路面施工工艺是典型的绿色循环经济案例，在国内部分省市和非洲部分国家产生了良好的环境效应和经济效益。

3.4 主要产品沥青洒布车市场占有率高且稳定

公司主要产品沥青洒布车的市场占有率较为稳定，2006 年至 2008 年的市场占有率分别为 6.55%、5.26%和 5.57%。由于公司生产的沥青洒布车均属于高端产品，在智能型沥青洒布车中，公司的市场份额较高，2006 年、2007 年和 2008 年的市场占有率分为 48.57%、34.48%、31.25%。

公司市场占有率下降的原因在于：一方面，随着公司对市场的不断培育和对先进施工工艺理念的宣传，市场需求迅速扩大；另一方面，公司受限于产能，产量不能满足日益增长的市场需求，公司 2009 年智能型沥青洒布车的销量较 2008 年大幅增长了近 70%，可以合理预计公司产能瓶颈突破后，市场份额将有较大幅度增长，改变最近两年持续下降的状况。

图 13. 公司沥青洒布车和智能型沥青洒布车的市场占有率



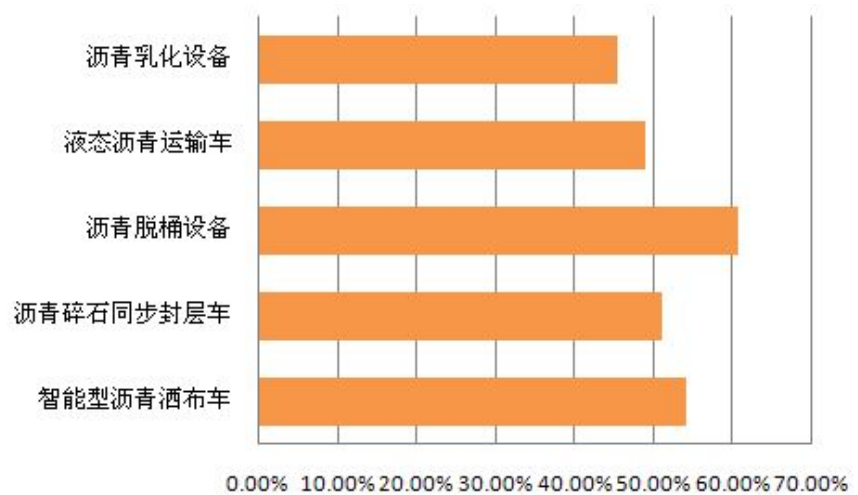
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3.5 公司盈利能力强，能够保持行业内高毛利率

公司的毛利率水平大大高于可比上市公司的平均水平。由于所选公司主要系工程机械制造业，业内同类公司较多，市场竞争激烈，故平均毛利率较低；而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，因此能获得超额利润。

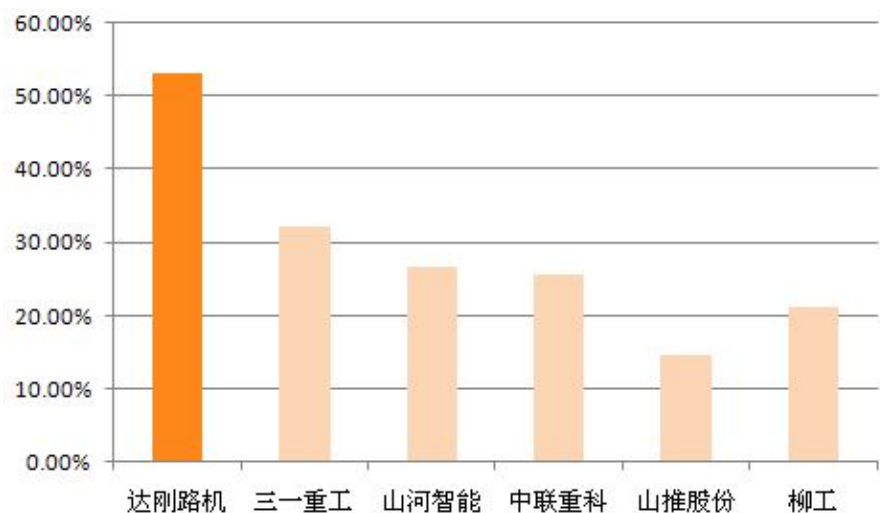
我们认为公司能够保持行业内的高毛利率，原因在于公司主要设备产品的毛利率都在50%左右，且主要产品销售收入占营业收入比重超过了80%，因此对主营业务毛利率有决定性影响。而公司主要产品或核心部件具有自主知识产权，技术水平国际先进、国内领先，公司是智能型沥青洒布车行业标准和沥青碎石同步封层车国家标准的起草者、制定者，产品具有较强的市场定价权。

图 14. 2009 年公司主要产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 15. 2009 年相关上市公司毛利率对比



资料来源：WIND，东海证券研究所

4. 募集资金有利于解决产能瓶颈，提升竞争力

表3. 公司募投资金运用

序号	项目名称	投资方向	总投资额 (万元)	募集资金使用计划					建设期
				2010	2011	2012	2013	2014	
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	23,966						36 个月
		固定资产投资	20,360	7,160	8,700	4,500			36 个月
		铺底流动资金	3,606		1,420	557	653	976	36 个月
2	达刚营销服务网络建设项目	总投资	3,892						36 个月
		固定资产投资	1,101	224	75	802			36 个月

	运营流动资金	2,437	384	643	1,410			36 个月
	铺底流动资金	354	61	72	221			36 个月

资料来源: WIND 资讯, 东海证券研究所

本次募集的资金主要用于两大方面: 一是达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设, 二是达刚营销服务网络建设。目标是在现有的沥青路面机械产品生产基地之上, 新建集研究开发, 生产制造、销售服务为一体的总装基地和研发中心, 实现将公司整体销售收入扩大至48,000万元的目标。同时巩固公司既有的国内国际市场, 实施全球布局的战略规划, 建立营销与服务的联动性、互补性, 推广公司产品, 提高公司品牌知名度, 进一步提升公司营销服务的快速反应能力和客户满意度, 使公司顺利开辟新的市场, 保证公司新增产能的顺利消化。

达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设项目: 达产年营业收入42,608万元, 达产年利润总额12,157万元, 净利润10,333万元, 总投资收益50.73%, 项目投资税前财务内部收益率为38.91%, 项目投资税后财务内部收益率为29.60%, 项目投资回收期4.97年。

达刚营销服务网络建设项目: 项目税前投资内部收益率为24.3%, 项目税后投资内部收益率为20.1%, 项目税后投资回收期6.2年(含建设期), 项目运营期平均投资收益率为29.1%。

5. 风险因素和催化剂

风险因素: 行业竞争的不断加剧带来的技术、资金、营销服务的压力和行业周期波动风险是公司面临的主要风险因素。同时公司还面临着部分关键零部件从国外厂商采购的风险、外协加工模式的风险、依赖于上游二类底盘供应商的风险、原材料价格波动等经营风险。

催化剂: 国家行业政策的扶植、公司产品系列集群的环保节能和智能化特点符合未来公路建设的发展趋势, 具有较大的成长性和发展空间, 是公司增长的催化剂。

6. 盈利预测与估值

我们认为, 依托公司的核心竞争力和不断提升的研发能力, 同时根据募投项目产能逐步释放情况, 我们预计公司2010、2011、2012年EPS为0.86元、1.12元、1.40元。

表4. 关键财务与估值指标

关键财务与估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.81	0.94	0.86	1.12	1.40

每股净资产	2.31	2.76	12.43	13.55	14.94
ROS	38%	35%	33%	32%	31%
ROE	35%	34%	7%	8%	9%
毛利率	58%	54%	53%	52%	51%
EBIT Margin	44%	39%	38%	36%	35%
EBITDA Margin	45%	41%	39%	39%	38%
收入增长	29%	29%	29%	34%	30%
净利润增长	29%	17%	21%	31%	25%
资产负债率	29%	21%	3%	3%	3%
EV/EBITDA	0.0	0.2	0.4	0.3	0.3

资料来源: WIND, 东海证券研究所

表5. 预测资产负债表

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	50	63	660	651	698
应收款项	20	32	30	32	34
存货净额	49	36	34	34	35
其他流动资产	19	1	4	4	4
流动资产合计	139	131	729	721	770
固定资产	20	23	94	179	222
无形资产及其他	0	14	14	13	13
投资性房地产	1	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	160	170	838	915	1007
短期借款及交易性金融负债	0	10	0	0	0
应付款项	36	11	10	10	11
其他流动负债	10	13	16	18	18
流动负债合计	47	34	25	29	29
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
长期负债合计	0	1	1	1	1
负债合计	47	35	26	30	30
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	113	135	812	885	977
负债和股东权益总计	160	170	838	915	1007

资料来源: WIND, 东海证券研究所

表6. 预测利润表

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	104	134	172	229	298
增长率	28.8%	28.6%	28.6%	33.5%	30.1%
营业成本	44	61	81	111	148
营业成本/营业收入	42.4%	45.9%	47.1%	48.3%	49.5%
销售费用	7	9	12	16	21
销售费用/营业收入	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

管理费用	7	10	12	17	22
管理费用/营业收入	6.4%	7.2%	7.0%	7.4%	7.4%
财务费用	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	1	0	0	0
其他收入	(1)	(1)	(0)	0	0
营业利润	46	52	66	86	107
增长率	28.7%	12.6%	26.5%	30.5%	24.8%
营业外净收支	0	2	0	0	0
利润总额	47	54	66	86	107
增长率	29.7%	16.7%	21.1%	30.5%	24.8%
所得税费用	7	8	10	13	16
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	39	46	56	73	91
增长率	29.1%	16.9%	21.3%	30.6%	24.8%

资料来源: WIND, 东海证券研究所

表7. 预测现金流量表

现金流量表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	46	56	73	91
资产减值准备	(0)	0	(1)	0	0
折旧摊销	2	2	2	6	10
公允价值变动损失	(0)	(1)	0	0	0
财务费用	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
营运资本变动	(36)	(1)	1	1	(2)
经营活动现金流	5	46	59	80	99
资本开支	(3)	(6)	(73)	(89)	(53)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(3)	(6)	(73)	(89)	(53)
权益性融资	0	0	621	0	0
其它融资现金流	(12)	(28)	(10)	0	0
融资活动现金流	(12)	(28)	611	0	0
现金净变动	(10)	13	597	(9)	46
货币资金的期初余额	60	50	63	660	651
货币资金的期末余额	50	63	660	651	698
企业自由现金流	7	47	(15)	(11)	44
权益自由现金流	0	19	(24)	(9)	46

资料来源: WIND, 东海证券研究所

表8. 可比上市公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(2010-7-29)	2009PE	2010PE	2011PE
300004	南风股份	49.39	95.92	52.61	33.48
300018	中元华电	26.36	29.86	46.37	35.53
300024	机器人	39.29	37.02	54.80	41.45

300048	合康变频	38.92	50.12	45.93	32.80
300069	金利华电	28.47	53.47	57.16	39.06
300056	三维丝	39.19	68.74	61.19	40.46
均值			55.86	53.01	43.62

资料来源: WIND, 东海证券研究所

鉴于公司的高成长性和盈利能力, 结合可比公司的估值和创业板新发行股票的实际情况, 对应2010年EPS0.86元, 我们认为合理的询价区间为34.4-38.7元, 对应2010年40-45倍市盈率。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122