

新型公路养护机械造就行业宠儿

森远股份新股投价报告

报告关键点:

- 主导产品优势明显, 具有节能环保、经济高效的优势
- 未来十年每年新增养护机械配置量近1000亿元
- 建议的询价区间为18.63-20.25元, 对应的2011年动态市盈率大约为23-25倍

报告摘要:

- 公司主要从事新型公路养护机械的技术开发和制造, 产品包括路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备和预防性养护设备等三大系列产品, 2010年, 三大系列产品在主营业务收入中占比分别为43.2%、36.6%、17.9%; 毛利润占比分别为34.9%、46.8%、18.2%。
- 行业迎来未来30年的发展黄金期。**随着公路养护维修高潮期到来, 养护费用投入会快速增长, 公路养护机械将迎来持续30年的高速发展的黄金期, 形成较大的市场规模。按20%设备配置比例测算, 2015、2020年每年公路养护机械购置费用为972亿元、1,554亿元。2020年若按每100km机械配备标准, 未来十年平均每年新增配置近1,000亿元, 2020年底养护机械市场总值将达10,095-12,975亿元。
- 主导产品市场需求空间广阔。**公司路面除雪和清洁设备向自动化智能型方向发展, 预计到2020年市场规模将达到200-300亿元。公司生产的热再生机组、横移式冷再生机和热风式再生修补车均具有资源循环利用、节能减排的特点, 预计到2020年市场规模将达到250-350亿元; 预防性养护设备(主要产品包括灌缝设备、沥青路面综合养护车、沥青路面热再生修补车、微表处施工车、沥青洒布车等)的市场规模将会达到3,000~5,000亿元, 市场前景广阔。
- 公司主导产品优势明显, 具有节能环保、经济高效的特点。**与传统的“铣刨+重铺”工艺相比, 热再生机组和横移式冷再生机因采用就地再生施工工艺, 减少路面混合料的搅拌和运输等工序, 从而节省大量辅助施工设备的燃料、电力等能源消耗。公司研发团队实力雄厚, 注重研发, 每年的研发费用在营业收入占比达到4.5%左右。
- 募投项目解决产能瓶颈, 巩固扩大优势地位。**此次募集资金用于大型沥青路面再生养护设备制造、成套公路养护设备产品升级、技术研发中心建设三大项目, 预计将于2012年达产。项目达产后将新增热再生机组8套、横移式冷再生机10台、沥青路面热再生修补车42台; 新增路面除雪和清洁设备184台、预防性养护设备67台, 公司的市场竞争优势进一步巩固和增强, 盈利能力得到显著提高。
- 建议的询价区间为18.63-20.25元。**我们认为公司未来成长性好, 行业长期需求前景广阔, 预计2011-2013年公司收入增长率为44.5%、51.9%、38.5%, 净利润分别增长59.9%、40.4%、40.6%, 实现EPS分别为0.81元、1.14元和1.61元, 估值适用的2011年动态市盈率在27-32倍之间, 按此计算预计上市合理价格在21.87-25.92元。建议的询价价格为18.63-20.25元, 价值中枢为19.44元, 对应的2011年动态市盈率24倍。
- 风险提示。**新产品开发及市场拓展的风险; 市场竞争加剧的风险; 单一产品占比较高的风险。

财务和估值数据摘要

(万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,143.1	13,325.2	19,251.6	29,236.4	40,489.4
Growth(%)	24.6%	31.4%	44.5%	51.9%	38.5%
净利润	2,651.2	3,807.8	6,090.0	8,548.4	12,019.5
Growth(%)	42.8%	43.6%	59.9%	40.4%	40.6%
毛利率(%)	52.1%	52.6%	55.8%	53.3%	53.9%
净利润率(%)	26.1%	28.6%	31.6%	29.2%	29.7%
每股收益(元)	0.47	0.68	0.81	1.14	1.61
每股净资产(元)	2.22	2.84	3.11	4.13	5.58
净资产收益率(%)	21.4%	24.0%	26.2%	27.6%	28.8%
ROIC(%)	26.5%	43.0%	52.8%	42.3%	43.3%

敬请阅读本报告正文后各项声明

建议询价区间:

18.63 - 20.25 元

上市首日定价区间:

21.87 - 25.92 元

报告日期: 2011-04-13

发行数据

总股本(万股)	5,585
发行数量(万股)	1,900
网下发行(万股)	380
网上发行(万股)	1,520
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-04-18
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

郭松森	52.86%
齐广田	39.65%
王恩义	5.00%
其他自然人股东	1.09%
孙斌武	.10%
李艺	.10%
金鹤绵	.10%
齐伟江	.10%
薛萍	.10%
于健	.10%

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟
021-68763578
wangsw@essence.com.cn

1. 公司是新型公路养护机械行业的领先企业

1.1. 公司是公路养护总体解决方案提供者

- 公司主要从事新型公路养护机械的技术开发和制造，主要产品包括路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备和预防性养护设备等三大系列产品，是新型公路养护机械行业的领先企业，是国内领先的能够提供全系列沥青路面就地再生技术解决方案并具有工程施工技术支撑经验的设备制造商。

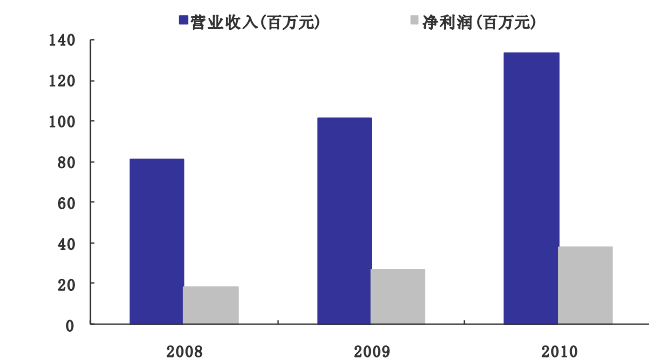
表 1 公司主要产品系列及应用领域

产品系列	产品品种	生产周期(天)	备注	应用领域
路面除雪和 清洁设备	除雪撒布车	40	现有产品	路面保养
	除雪机具(融雪剂撒布机、除雪铲、除雪滚刷)	20	现有产品	
	高压清洗疏通车	40	现有产品	
	冷吹式机场除雪车	50	样机设计阶段	
	机械式综合除雪车	50	预计 2011 年上市	
大型沥青路面就地再生设备	热再生机组(由 2 台路面加热机、1 台加热铣刨机、1 台加热复拌机组成,辅助设备有摊铺机、压路机、自卸车)	90	现有产品	公路大中修工程及改建工程
	横移式冷再生机	90	工程试验期 预计 2011 年上市	
预防性养护设备	沥青路面热再生修补车(包括红外线加热式再生修补车和热风式再生修补车)	50	现有产品	公路日常性、周期性养护 (小修保养)
	沥青路面养护车	50	现有产品	
	灌缝设备	40	现有产品	
	微表处施工车	60	现有产品	
	橡胶沥青洒布车	70	工程试验期 预计 2011 年上市	
	加热式沥青路面超薄磨耗层罩面机	70	样机试制阶段 预计 2011 年上市	

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

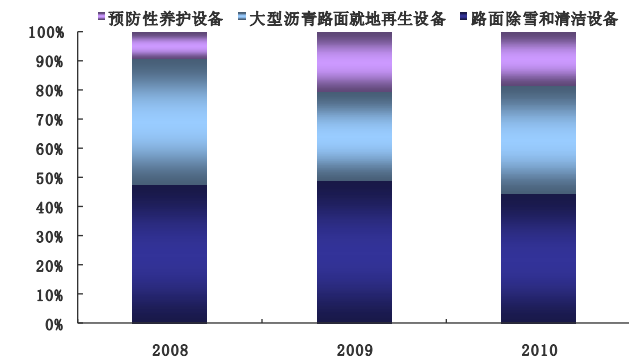
- 公司近三年营业收入保持稳定增长。2008-2010 年营业收入分别为 81.43、101.43、133.25 百万元, 年复合增长率 27.9%, 同期归属于母公司所有者的净利润分别为 18.57、26.51、38.08 百万元, 年复合增长率 43.2%。
- 路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备是公司收入的主要来源。2010 年, 在主营业务收入中, 路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备、预防性养护设备占比分别为 43.2%、36.6%、17.9%; 三种产品毛利润占比分别为 34.9%、46.8%、18.2%。

图 1 公司营业收入及净利润增长情况



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 2 公司主营业务收入构成比例变动



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

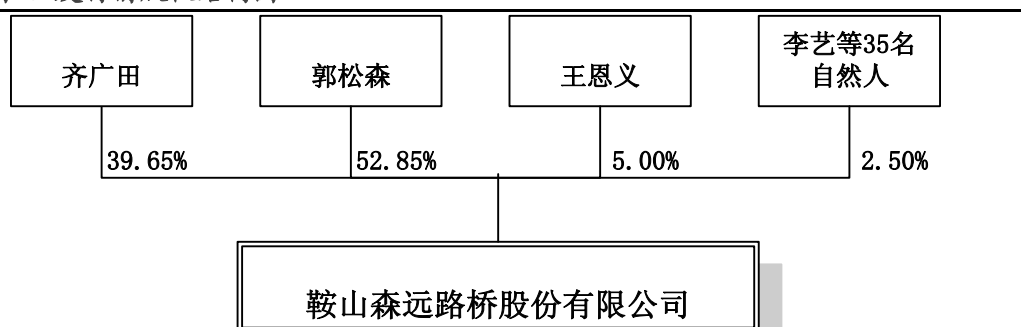
1.2. 公司股权结构

- 公司由鞍山森远路桥养护机械制造有限公司(“森远有限”)2007 年 1 月整体变更

设立而来，注册资本 5,585 万元，法定代表人为郭松森先生。公司发起人为郭松森、齐广田和王恩义，此次发行前，三位发起人除直接持有公司股份外，不拥有其他生产经营性资产或从事与公司主业相类似的业务。

- 公司的控股股东、实际控制人为郭松森先生，此次发行前，持有公司 2,951.95 万股，占发行前总股本的 52.85%。公司此次发行 1,900 万股，占发行后总股本的 25.38%。控股股东合计持股占发行后总股本的 39.438%。

图 3 发行前股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 2 发行前后股东持股情况

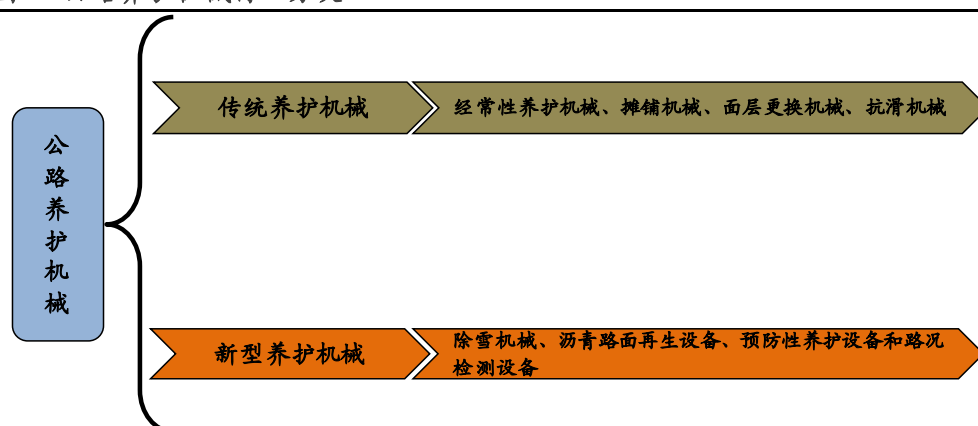
序号	股东名称	发行前		发行后		锁定期
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	
1	郭松森	2,951.95	52.9%	2,951.95	39.4%	36 个月
2	齐广田	2,214.52	39.7%	2,214.52	29.6%	36 个月
3	王恩义	279.25	5.0%	279.25	3.7%	12 个月
4	李艺等 35 名自然人	139.28	2.5%	139.28	1.9%	36 个月
本次发行股份				1900	25.4%	
合计		5585	100%	7485	100%	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 公路养护机械行业迎来 30 年黄金发展期

公司属于公路养护机械行业，公路养护机械种类繁杂，根据产品的应用领域、技术先进性和市场竞争程度划分，可分为传统养护机械和新型养护机械两大类。传统养护机械主要包括经常性养护机械、摊铺机械、面层更换机械、抗滑机械等产品，新型养护机械主要包括除雪机械、沥青路面再生设备、预防性养护设备和路况检测设备等产品，公司产品均属于新型养护机械行业。

图 4 公路养护机械行业分类



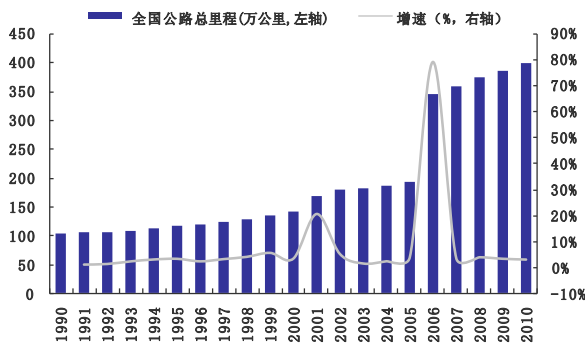
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1. 全国公路养护机械化提升，养护机械市场前景广阔

2.1.1. 我国公路通车里程快速增长，公路大中修期临近

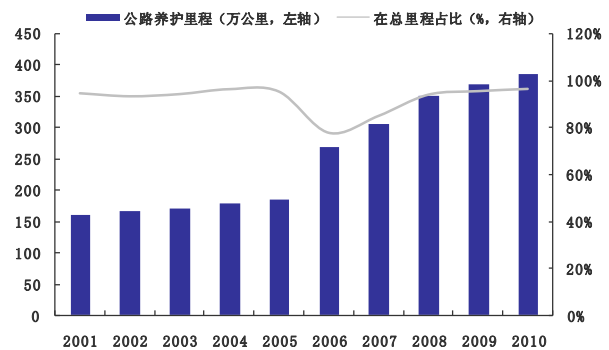
- 自 20 世纪 90 年代以来，我国公路建设持续快速发展，截至 2010 年底，全国公路总里程已达 398.4 万公里，其中高速公路 7.4 万公里。我国城市道路也呈现快速发展。截止 2007 年底，我国城市道路里程已达到 24.6 万公里，城市道路面积达 42.36 亿平方米，较 2000 年分别增加了 1.5 倍和 1.8 倍。目前我国已进入城市化进程的中期加速阶段，城市化水平的提高将大大推动城市道路总里程的增长和道路质量的提高。根据国家公路发展需求，未来我国公路总里程将超过 800 万公里，国家高速公路网总里程预计可达 10 万公里。
- 目前我国公路网络已基本形成，公路养护将由传统的“抢修时代”过渡到“全面养护时代”。截至 2010 年底，全国公路养护里程 382.46 万公里，占公路总里程的 96.5%，比上年末提高 1 个百分点。
- 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。按照公路等级不同，我国沥青路面建设大多都采用半刚性路基，大中修周期一般在 5 至 10 年左右，也就是说，2000 年之前及本世纪初建设的公路均已进入了大中修期。

图 5 2010 年全国公路总里程已达 398.4 万公里



数据来源：交通运输部，安信证券研究中心
(注：2006 年起，将村道纳入公路统计里程)

图 6 2010 年全国公路养护里程占总里程的 96.5%



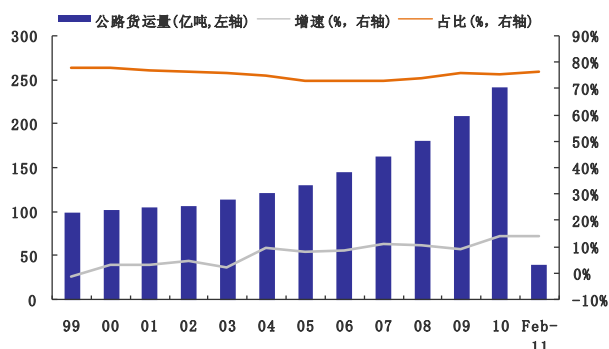
数据来源：交通运输部，安信证券研究中心

- 《“十一五”公路养护管理事业发展纲要》要求，每年安排的国省干线大中修里程应不低于国省干线公路总里程的 13%，按此比例测算，2010 年高速公路的大中修里程应在 9,600 公里左右，远远超过高速公路建设新增里程 8,900 公里，因此可以预计到 2020 年后，大中修的公路里程将维持在 10,000 公里以上。

2.1.2. 繁重的公路运输压力急需提升公路养护的机械化

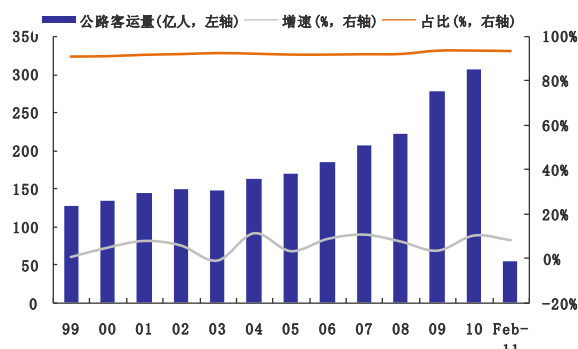
- 随着物流业的发展，我国汽车拥有量不断增多。国家统计局公布，2009 年我国汽车产量达到 1,379.5 万辆，汽车保有量为 7,619 万辆。2020 年我国汽车保有量将突破 1.5 亿辆，在现有基础上增长超过 90%。
- 公路运输是各种运输方式中主要的陆路运输方式，2010 年，全国营业性货运车辆完成货运量 242.53 亿吨，同比增长 14%，货物周转量 43,005.43 亿吨/公里，同比增长 15.6%。全国营业性客车完成公路客运量 306.26 亿人，同比增长 10.2%，旅客周转量 14,913.89 亿人/公里，同比增长 10.4%。繁忙的汽车运输加大了路面的负担，必需以机械化养护才能保障公路的畅通。

图 7 1999-2010 年我国公路货运量增速及占比



数据来源：国家统计局，WIND，安信证券研究中心

图 8 1999-2010 年我国公路客运量增速及占比



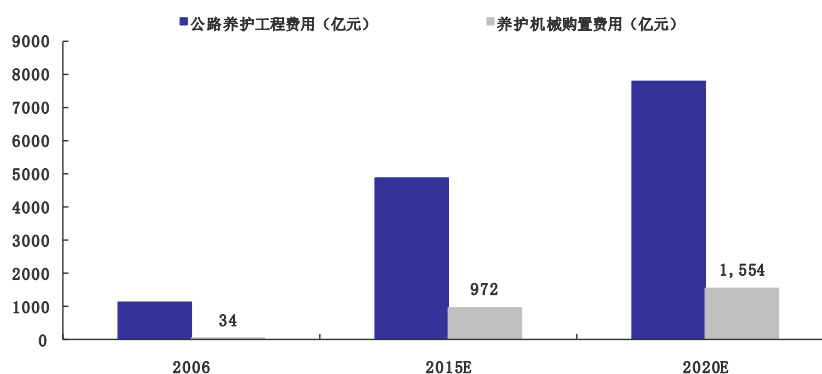
数据来源：国家统计局，WIND，安信证券研究中心

- 交通量的不断增加，一方面使路面的负荷加重，路面病害越来越多，使用年限越来越短，另一方面传统松散、粗放的养护方式又使公路运营部门的服务水平面临严峻考验。这就要求养护生产必须满足及时性、快速性、规范性和安全性要求，减少或避免养护作业对正常交通的干扰，因此，对现代养护机械提出了机动灵活、使用方便、功能强大、安全高效的新要求，有利于高效率、高质量、高效益、污染小的新型公路机械的快速发展。
- 长期“重建轻养”的观念和“管养一体”的养护体制制约了公路养护机械的发展，目前，我国除高速公路养护引进国外的机械外，其他等级公路养护机械配置水平只有 8%-14%，约 30% 的机械都已到报废期，代表先进养护工艺和技术的新型养护机械的市场刚性需求较大。

2.1.3. 我国公路养护维修渐入高潮，养护机械购置需求空间大

- 随着公路养护维修高潮期到来，养护费用的投入也会快速增长，养护费用占公路建设费用的比例会逐渐超过建造费用，公路养护机械将迎来持续 30 年的高速发展的黄金期，形成较大的市场规模。据有关统计，2006 年公路养护工程费用实际发生 1,124 亿元，预计 2015 年、2020 年每年公路养护工程费用将达到 4,859 亿元、7,771 亿元。

图 9 2015-2020 年我国公路养护机械市场空间广阔



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 而我国购置养护机械费用占养护费用的比例长期以来不足 3% 左右，以此测算 2006 年我国养护机械购置费用不足 34 亿元，而发达国家这一比例高达 20% 左右，差距明显。我国正处养护机械化发展阶段，因此未来我国养护机械购置费用占全部养护费用比例不会低于 20% 的水平。若按 20% 的比例测算，2015 年、2020 年每年投入公路养护机械的购置费用预计为 972 亿元、1,554 亿元。按照交通部的预测，若 2020 年要按每 100km 机械配备标准，预计未来十年平均每年新增配置量将近 1,000 亿元，2020 年底养护机械市场总值将达到 10,095 亿元-12,975 亿元。

2.2. 公司主要产品市场需求分析

2.2.1. 路面除雪和清洁设备：机械化除雪引领未来设备需求

- 冰雪灾害是影响交通运输的重要因素，国外主要采用的除雪方式有三种：化学融

雪、机械除雪和综合式除雪，并在公路、机场、城市中大量配置专用除雪机械，相应的除雪设备分为机场除雪设备、公路除雪设备和社区除雪设备三大类。

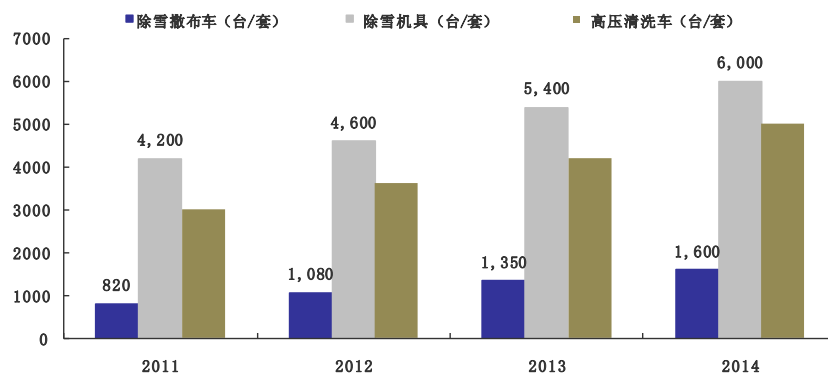
- 在公路除雪和社区除雪方面，国产设备已完全替代进口，但在机场除雪设备和大型扬雪机方面目前还依赖进口。未来我国机场建设及航班数量的大幅增加，对机场设备的需求快速增长，未来机场专用除雪设备市场需求较大，公司已开始对机场除雪设备的研发，2011 年将陆续推出冷吹式机场除雪车和机械式综合除雪车。
- 目前，我国公路和城市道路冬季除雪有相当部分沿用传统的人工作业和小型机具相结合的除雪方式，除雪效率低下，因此，机械化除雪是未来发展的趋势。以 2009 年我国公路里程为基数测算，目前我国除雪设备的市场容量应为 150 亿左右。但当前市场保有量尚不足 50 亿，市场缺口较大，因此，除雪设备尤其是环保型除雪设备的市场需求将持续快速增长。
- 除雪撒布车领域，目前生产企业有公司、重庆迪马、德通路桥、哈尔滨雪狼、吉林省公路机械有限公司、中联重科。公司除雪产品包括均为自动化除雪设备，且具有环保优势，较传统人工除雪在除雪效率明显提高。公司着手开发冷吹式机场除雪车、机场跑道除冰液洒布车和机械式综合除雪车，目前已处于样机设计阶段。

表 3 除雪撒布车市场情况

产品	生产厂商
除雪撒布车	公司、重庆迪马、德通路桥、哈尔滨雪狼、吉林省公路机械有限公司、中联重科
高压清洗车	中联重科、福建龙马、湖北程力

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 10 2011-2014 年路面除雪和清洁设备市场容量



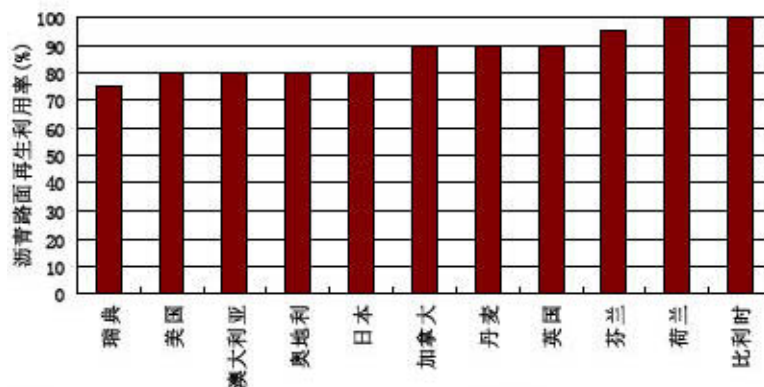
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 据中国工程机械工业协会筑路机械分会测算，到 2020 年路面除雪和清洁设备市场规模将达到 200-300 亿元。

2.2.2. 大型沥青路面就地再生设备：节能环保引领行业发展趋势

- 国外日益重视沥青路面就地再生技术的运用和推广，1985 年美国再生沥青混合料的用量几乎占全部路用沥青混合料的一半，沥青的重复利用率高达 80%。日本自 1976 年以来路面废料再生利用率超过 70%。1978 年德国将全部废弃沥青路面材料加以回收利用，是最早将再生料应用于高速公路路面养护的国家。据国际经合组织统计，1997 年主要发达国家沥青路面再生利用率在 80%以上。

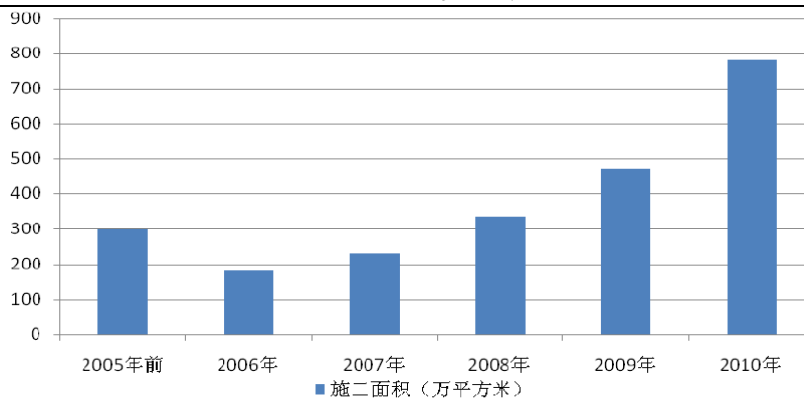
图 11 世界各国沥青路面再生利用情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 我国公路养护对沥青路面再生技术的应用经历了从引进国外设备到国产设备自主研发的过程。2002 年京津唐高速公路的维修工程中首次使用进口热再生设备进行施工。近年来，我国热再生机组的施工面积逐年提升，近 5 年的复合增长超过 40%，显示出良好的增长趋势。截至 2010 年末，我国热再生机组的施工面积累计达到约 2,300 万平方米，采取就地热再生工艺进行公路养护的省份达 22 个且呈逐渐增长趋势。

图 12 我国热再生机组的施工面积逐步提升



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 除进口设备外，国内具有热再生机组销售记录的仅有公司一家，在 2007 家公司生产热再生机组以前，该产品在国内完全依赖进口，截止 2009 年底进口总量达 12 套之多，其中德国维特根公司有 8 套。2010 年末，公司与德国维特根公司分别累计国内销售 8 台，市场占有率分别达到 40%。2008 年，公司又研制出国内首台大型的横移式冷再生机，填补了国内高端产品领域的空白，预计于 2011 年推向市场，将成为公司未来重要的利润增长点。

表 4 国内市场热再生机组市场销售及市场占有率

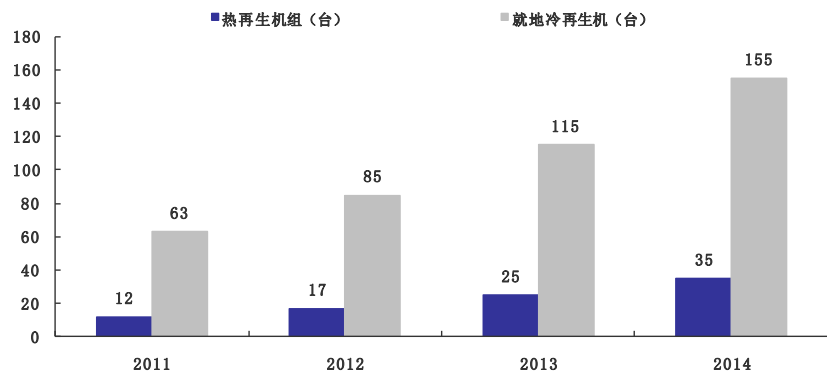
制造商	截至 2010 年末 国内累计销量	2010 年 销量	2009 年 销量	2008 年 销量
德国维特根公司	8	0	0	1
森远路桥（注）	8	3	2	2
加拿大马泰克公司	1	0	0	0
加拿大大能公司	1	0	0	0
芬兰卡罗泰康公司	1	0	0	0
日本新泻株式会社	1	0	0	0
合计	20	3	2	3

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司生产的热再生机组、横移式冷再生机和热风式再生修补车均具有资源循环利用、节能减排的特点，能 100% 循环利用废旧路面材料，目前我国每年大中修工程产生废旧路面材料达 1 亿吨以上，该设备未来市场空间广阔。据中国工程机械工

业协会筑路机械分会测算，到 2020 年路面大型沥青路面就地再生设备市场规模将达到 250-350 亿元。

图 13 2011-2014 年沥青路面就地再生设备市场容量



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2.3. 预防性养护设备：未来公路的日常性、周期性养护提升设备需求

- 预防性养护是一种周期性的公路养护措施，发达国家公路建设比较早，已基本实现了公路养护机械化，在养护设备的配置中预防性养护设备占据相当大的比重。
- 在我国，20 世纪 90 年代后期，随着高速公路的快速发展和高速公路里程的迅速增加，发展高水平的养护技术已逐步成为养护工作的重点。近年来，我国预防性养护设备的发展非常迅猛，大部分设备已实现了国内生产，但部分新兴设备如雾封层设备、纤维封层设备、振动碎石设备和超薄磨耗层摊铺设备等还需依赖进口。
- 公司预防性养护设备包括沥青路面热再生修补车、沥青路面养护车、灌缝设备、微表处施工车、橡胶沥青洒布车等，国内预防性养护设备生产厂家不到 20 家，且大多集中于沥青路面养护车等中低端产品领域，微表处施工车、橡胶沥青洒布车等高端产品国内只有少数几家企业生产。公司沥青路面热再生修补车的国内市场占有率排名行业前三，技术先进的加热式超薄磨耗层罩面机正在研发中，水泥路面再生养护技术也开始前期市场调研。

表 5 国内预防性养护设备主要生产厂家

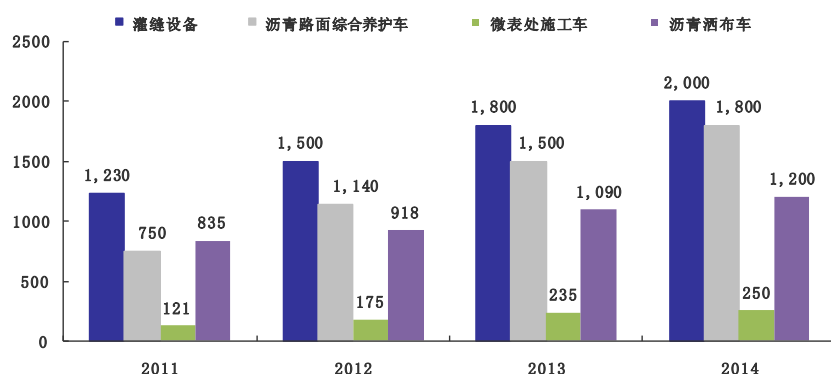
产品	生产厂商
预防性养护设备	公司、达刚路机、中交西筑、英达公司、沈阳北方交通重工集团、美国科来福公司、意大利玛森萨有限公司
沥青路面热再生修补车	公司、英达公司、沈阳北方交通重工集团、威特公路养护设备有限公司等

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 日常性、周期性养护将逐渐成为未来公路养护的重点，因此预防性养护设备的发展空间巨大，据中国工程机械筑路机械分会测算，预计到 2020 年预防性养护设备主要产品（包括灌缝设备、沥青路面综合养护车、沥青路面热再生修补车、微表处施工车、沥青洒布车等产品）的市场规模将达到 3,000~5,000 亿元。

图 14 2011-2014 年我国预防性养护设备市场容量

单位：台、套



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司持续致力于该类产品的升级换代和新产品的开发，2009 年，公司对灌缝设备进行了重大技术升级且市场反应较好；2010 年公司研制出了国内首台热风式再生修补车并于同年 7 月实现销售。

3. 公司主要竞争优势

3.1. 主导产品节能环保、经济高效优势

- 热再生机组若以每年施工 50 万平米、平均再生深度 0.05m、路面材料密度 2.5 吨/m³ 来测算，每年约有 6.25 (50×0.05×2.5) 万吨的废旧路面材料被循环利用，既节约沥青材料，又减少矿石等路面材料的开采，有利于保护生态环境。
- 与传统的“铣刨+重铺”工艺相比，热再生机组和横移式冷再生机因采用就地再生施工工艺，减少路面混合料的搅拌和运输等工序，从而节省大量辅助施工设备的燃料、电力等能源消耗。
- 公司产品采用就地再生施工工艺，所需材料费用、运输费用和燃料费用均大幅降低，人员和辅助设备减少、施工效率得以提高，与传统养护工艺相比，工程维修成本显著降低，减轻公路养护资金压力。

表 6 主导产品节约维修成本

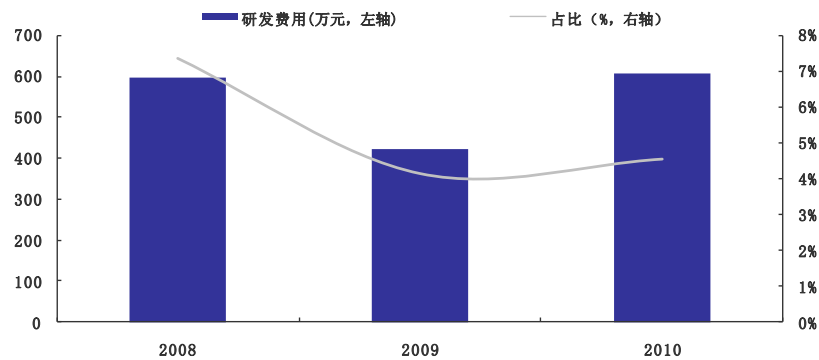
产品	较传统大中修养护工艺工程成本节约比例
热再生机组	据客户施工后测算可降低维修成本 55%~73%
横移式冷再生机	工程试验后测算可降低维修成本约 50%
热风式再生修补车	工程试验后测算可降低维修成本 50%~60%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 技术优势及实力雄厚的研发团队

- 公司是行业内技术创新的引领者，致力于新兴公路养护应用技术研究和新型公路养护机械的产品研发，拥有包括除雪融冰技术、沥青路面就地热再生重铺技术等 9 项核心技术，热再生机组、横移式冷再生机、热风式再生修补车等多项产品系国内首创，主导产品的技术处于国际先进或领先水平。
- 目前，公司拥有技术储备 7 项，其中包括 2 项技术研究和 5 项新产品。2 项技术研究项目是为了进一步提升公司在行业内的技术领先优势；5 项新产品丰富了公司产品品种并为公司开辟新的利润增长点提供了有利条件。
- 公司还是行业内唯一的标准化组织——全国建筑施工机械与设备标准化技术委员会道路养护设备工作组的组长单位，通过积极参与制订国家标准，影响并引导产业发展方向，将极大提高公司自主创新能力、增强公司核心竞争力，拓展“森远”品牌的知名度和美誉度，从而助推公司成为业界的领先企业。
- 公司研发团队实力雄厚，技术人员共有 82 人，占员工总数的 32.67%，其中高级以上职称 19 人，硕士 3 人。研究开发人员 44 人，占员工总数的比例为 17.53%。公司拥有系统工程、热能工程、道桥工程、智能控制、液压系统、机械设计、生产工艺、产品调试和标准化等方面的 13 名学术带头人。公司注重研发，每年的研发投入占营业收入的 4.5%左右

图 15 公司注重研发投入，研发费用在营业收入中占比达到 4.5%



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 产品性价比优势及品牌优势

- 公司生产的热再生机组价格只相当于国外同类产品价格的 60%至 80%，而该产品主导技术水平已经达到国际先进水平。公司预计于 2011 年推向市场的横移式冷再生机技术先进，但售价预计将大大低于国外同类产品。
- 公司创导“绿色养护、经济高效”的品牌价值理念，以高质量的产品和优质的服务，树立了良好的品牌形象，“森远”商标被认定为“中国驰名商标”。近年来，公司的主导产品获得了多项荣誉，品牌价值、品牌理念及品牌实力。

4. 募投项目：解决产能瓶颈，巩固扩大优势地位

- 此次发行募集资金将用于大型沥青路面再生养护设备制造项目、成套公路养护设备产品升级项目、技术研发中心建设项目和其他与主营业务相关的营运资金。

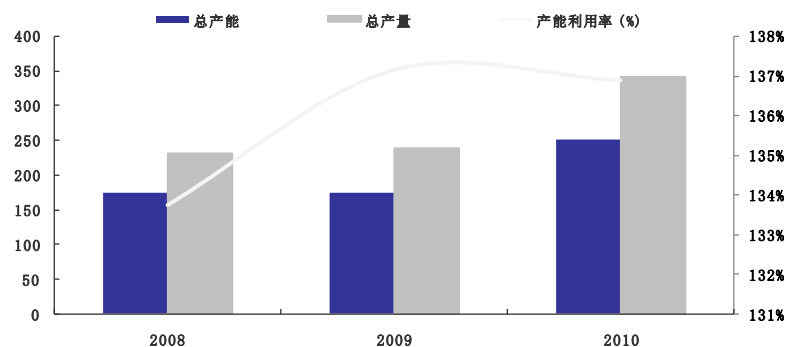
表 7 募集资金主要项目投向

序号	项目名称	总投资额 (万元)	分期投资额 (万元)			
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
1	大型沥青路面再生养护设备制造项目	12,000	4,325	2,600	3,375	1,700
2	成套公路养护设备产品升级项目	4,000	-	1,800	1,600	600
3	技术研发中心建设项目	3,000	-	1,120	1,560	320
合计		19,000	4325	5,520	6,535	2,620

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 此次募集资金投向紧密围绕主营业务进行，一解决产能瓶颈，巩固扩大大型沥青路面就地再生设备市场占有率；二通过技术改造实现装备升级和管理水平提升，提高产品的技术水平和质量水平，增强面对定制式生产的快速响应能力；三建设技术研发中心，大力提升公司的自主创新能力。

图 16 公司产品的产能严重不足



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 募投项目的顺利实施并投产，将进一步增强公司在国内竞争实力，大大提高公司市场占有率，提升国内市场的品牌知名度和社会影响力，为未来持续成长提供良好的条件。

表 8 大型沥青路面再生养护设备制造项目投产后新增产能

产品系列	新增产能（台套）	新增销售额（万元）
热再生机组	8	11,624
横移式冷再生机	10	4,275
沥青路面热再生修补车	42	4,305
合计		20,204

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 9 成套公路养护设备项目投产后新增产能情况

产品系列		产品销售计划		
		第 1 年	第 2 年	第 3 年
路面除雪和清洁设备	新增产能（台/套）	27	45	112
	计划新增销量（台/套）	27	45	112
预防性养护设备	新增产能（台/套）	10	20	37
	计划新增销量（台/套）	10	20	37

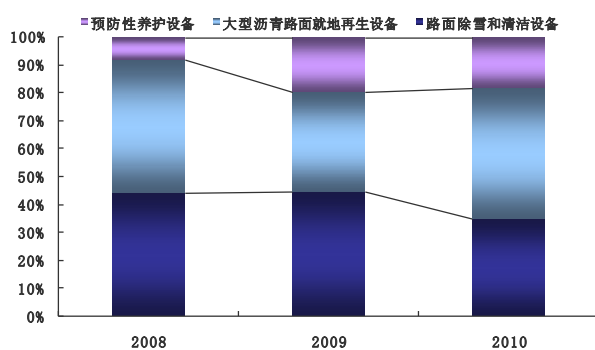
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 公司财务分析

5.1. 主营毛利率维持高位，盈利能力增强

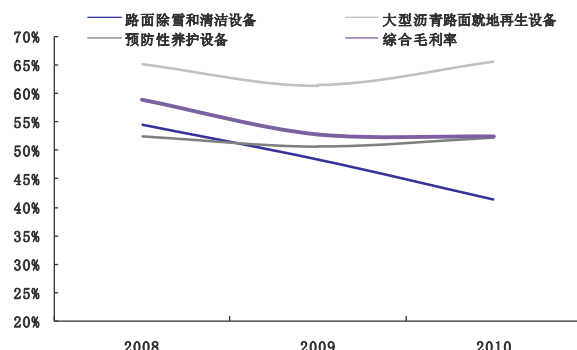
- 公司毛利构成主要来自路面除雪和清洁设备、大型沥青路面养护再生设备及预防性养护设备，2008 年-2010 年，路面除雪和清洁设备占比分别为 44.1%、44.9%、34.9%；大型沥青路面养护再生设备占比分别为 47.9%、35.6%、46.8%；预防性养护设备占比 8.1%、19.6%、18.2%。

图 17 公司主营毛利构成变动



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 18 主营产品毛利率变动情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司主营综合毛利率保持在较高水平，2008 年-2010 年综合毛利率分别达到 58.95%、52.89%、52.48%。
- 分产品来看，路面除雪和清洁设备毛利率呈下降趋势主要是由于公司自 2008 年开始采用“国 III 标准”的汽车底盘，另外，公司产品在标准配置基础上增加新的配置，导致产品成本上升，未来随着向“国 III 标准”汽车底盘过渡逐渐完成，毛利率水平将保持稳定。
- 大型沥青路面就地再生设备的毛利率水平保持在 60% 以上，产品的技术优势是其维持较高毛利率的主要原因。未来公司研制的横移式冷再生机 2011 年推向市场，大型沥青路面就地再生设备的盈利水平将继续提升。

5.2. 成本构成分析

- 公司生产所需的原材料为汽车底盘、钢材、电气元件、液压元件和外购配件，生产成本主要由原材料构成，2008-2010 年原材料占比均在 85% 以上，分别为 89.43%、87.33%、87.63%；人工成本和制造费用所占比例较小；其中，外协成本占比分别为 12.06%、11.51% 和 14.12%。

表 10 公司生产成本构成变动

项目	2008 年		2009 年		2010 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
原材料	3,770.84	89.43%	4,021.27	87.33%	5,836.43	87.63%
工资	184.97	4.39%	233.02	5.06%	262.31	3.94%
制造费用	260.85	6.19%	350.49	7.61%	561.89	8.44%
总计	4,216.67	100%	4,604.78	100%	6,660.63	100%
其中: 外协成本	508.71	12.06%	530.24	11.51%	940.47	14.12%

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

6. 风险提示

- 新产品开发及市场拓展的风险。公司始终致力于研发新技术、开发新产品, 每年的研发投入金额较大。目前, 公司已形成多品种产品发展梯队, 确保不断有新产品推向市场。虽然公司对新技术、新产品的研发投入均经过详细的市场调研及严格的可行性论证, 但一旦公司对相关技术、产品及市场的发展趋势把握不当, 或者研制出的新产品、新技术不符合市场的需求, 将导致公司新产品、新技术研发失败, 从而对公司的市场竞争力及盈利能力造成不利影响, 公司面临新产品开发的风险。
- 市场竞争加剧的风险。公司的市场竞争风险主要来自于已经涉足或刚刚进入本行业的国内大型工程机械企业, 或已经在国内市场开拓多年、建立一定市场地位的国外著名企业。大型工程机械企业在整体技术研发能力、生产规模及市场方面具有较为明显的优势, 一旦把主营业务投向公路养护机械行业并取得成功, 将会对公司的业务造成一定冲击, 公司面临国内市场竞争风险。
- 公路养护机械行业属于技术密集型新兴产业, 对技术人员的依赖度较高。公司实施多项措施保证核心技术团队的稳定, 但同行业竞争对手仍可能提供更高的待遇以吸引公司技术人才, 或受其他因素影响导致公司技术人才流失, 公司面临技术人员流失风险。
- 热再生机组订单波动风险。热再生机组是公司主营业务收入的重要组成部分, 2010 年销售占比达到 37.4%, 毛利占比 46.8%。但热再生机组单价较高, 虽然热再生机组能够再生利用沥青材料, 符合国家的产业政策, 同时热再生机组收入占主营业务收入的比例呈逐年下降趋势, 但热再生机组订单的波动仍将对公司经营业绩产生一定的影响。

7. 盈利预测与估值分析

- 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率为 44.5%、51.9%、38.5%, 净利润分别增长 59.9%、40.4%、40.6%, 实现 EPS 分别为 0.81 元、1.14 元和 1.61 元, 未来三年净利润复合增长率 32%。

表 11 分项盈利预测假设

	历史年份				预测年份			
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产品总收入	-	7,714.0	9,489.5	13,020.2	19,248.2	29,232.7	41,380.5	48,023.8
产品总成本	-	3,167.5	4,470.3	6,187.2	8,511.7	13,665.2	19,112.1	22,196.3
综合毛利率	-	58.9%	52.9%	52.5%				
路面除雪和清洁设备	-	3,681.5	4,648.1	5,761.5	9,189.5	13,251.3	16,219.6	19,025.5
收入增速			26.3%	24.0%	59.5%	44.2%	22.4%	17.3%
收入占比		47.7%	49.0%	44.3%	47.7%	45.3%	39.2%	39.6%
成本	-	1,677.7	2,397.0	3,373.3	4,594.8	6,890.7	8,434.2	9,893.3
成本增速			42.9%	40.7%	36.2%	50.0%	22.4%	17.3%
成本占比		53.0%	53.6%	54.5%	54.0%	50.4%	44.1%	44.6%
产品毛利率		54.4%	48.4%	41.5%	50.0%	48.0%	48.0%	48.0%
热再生机组	-	3,333.3	2,903.4	4,871.8	6,650.0	8,379.0	13,636.8	15,750.5
收入增速			-12.9%	67.8%	36.5%	26.0%	62.8%	15.5%
收入占比		43.2%	30.6%	37.4%	34.5%	28.7%	33.0%	32.8%
成本	-	1,157.3	1,117.8	1,672.0	2,327.5	3,058.3	5,045.6	5,827.7
成本增速			-3.4%	49.6%	39.2%	31.4%	65.0%	15.5%
成本占比		36.5%	25.0%	27.0%	27.3%	22.4%	26.4%	26.3%
产品毛利率		65.3%	61.5%	65.7%	65.0%	63.5%	63.0%	63.0%
冷再生机组	-	-	-	-	425.0	1,635.0	2,573.0	2,954.0
收入增速						284.7%	57.4%	14.8%
收入占比		0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	5.6%	6.2%	6.2%
成本	-	-	-	-	157.3	613.1	977.7	1,122.5
成本增速						289.9%	59.5%	14.8%
成本占比		0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	4.5%	5.1%	5.1%
产品毛利率					63.0%	62.5%	62.0%	62.0%
预防性养护设备收入	-	699.2	1,938.0	2,387.0	2,983.7	5,967.4	8,951.1	10,293.8
收入增速			177.2%	23.2%	25.0%	100.0%	50.0%	15.0%
收入占比		9.1%	20.4%	18.3%	15.5%	20.4%	21.6%	21.4%
成本	-	332.5	955.4	1,141.9	1,432.2	3,103.0	4,654.6	5,352.8
成本增速			187.4%	19.5%	25.4%	116.7%	50.0%	15.0%
成本占比		10.5%	21.4%	18.5%	16.8%	22.7%	24.4%	24.1%
产品毛利率		52.5%	50.7%	52.2%	52.0%	48.0%	48.0%	48.0%

数据来源：安信证券研究中心

- 公司业务与达刚路机的产品及下游领域较为相似，综合考虑与公司在资产规模、生产模式、下游客户具有相似性的公司，我们选取达刚路机、威海广泰、山河智能、艾迪西、坚瑞消防、中联重科几家上市公司作为参照，可比公司的 2011 年动态市盈率为 31.7 倍。我们认为公司未来成长性好，行业长期需求前景广阔，估值适用的 2011 年动态市盈率在 27-32 倍之间，按此计算预计上市合理价格在 21.87-25.92 元。建议的询价价格为 18.63-20.25 元，价值中枢为 19.44 元，对应的 2011 年动态市盈率 24 倍。

表 12 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股票价格	EPS			PE			BPS	PB
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2010
000157	中联重科	16.98	0.80	1.12	1.44	21.2	15.2	11.8	3.08	5.51
002097	山河智能	16.53	0.55	0.66	0.88	30.1	25.1	18.8	3.50	4.72
002111	威海广泰	24.92	0.45	0.64	0.78	55.4	38.8	31.8	3.52	7.08
002468	艾迪西	18.89	0.50	0.60	0.70	37.8	31.5	27.0	4.88	3.87
300103	达刚路机	38.30	0.80	1.06	1.44	47.9	36.2	26.6	9.69	3.95
300116	坚瑞消防	25.80	0.30	0.59	0.92	86.0	43.6	28.2	5.84	4.42
平均		23.57	0.57	0.78	1.03	46.4	31.7	24.0	5.09	4.93

数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	万元	模型更新时间		2011-4-9		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	10,143.1	13,325.2	19,251.6	29,236.4	40,489.4	成长性						
减: 营业成本	4,860.9	6,318.8	8,513.2	13,666.9	18,648.5	营业收入增长率	24.6%	31.4%	44.5%	51.9%	38.5%	
营业税费	117.7	96.0	194.1	281.5	363.3	营业利润增长率	45.8%	41.5%	68.3%	41.3%	41.4%	
销售费用	962.7	1,262.4	1,809.6	2,719.0	3,765.5	净利润增长率	42.8%	43.6%	59.9%	40.4%	40.6%	
管理费用	984.8	1,316.5	1,867.4	2,821.3	3,907.2	EBITDA 增长率	41.0%	38.1%	57.5%	42.2%	41.8%	
财务费用	177.2	221.6	-111.2	-115.2	-142.9	EBIT 增长率	40.6%	40.5%	57.2%	41.9%	41.6%	
资产减值损失	107.8	-37.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	37.4%	42.5%	48.8%	40.9%	40.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.1%	21.2%	75.7%	37.8%	34.0%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	27.2%	28.0%	46.5%	33.1%	35.0%	
营业利润	2,931.9	4,147.5	6,978.5	9,862.8	13,947.8	利润率						
加: 营业外净收支	198.0	348.5	186.3	194.1	192.8	毛利率	52.1%	52.6%	55.8%	53.3%	53.9%	
利润总额	3,129.9	4,496.0	7,164.8	10,056.9	14,140.6	营业利润率	28.9%	31.1%	36.2%	33.7%	34.4%	
减: 所得税	478.7	688.2	1,074.7	1,508.5	2,121.1	净利润率	26.1%	28.6%	31.6%	29.2%	29.7%	
净利润	2,651.2	3,807.8	6,090.0	8,548.4	12,019.5	EBITDA/营业收入	33.2%	34.9%	38.0%	35.6%	36.5%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	30.7%	32.8%	35.7%	33.3%	34.1%	
货币资金	6,018.3	8,002.3	6,827.1	8,530.9	10,518.4	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	77	111	129	111	109	
应收账款	4,621.6	4,908.1	9,152.4	12,663.1	17,233.3	流动营业资本周转天数	158	119	131	142	138	
应收票据	5.0	-	7.1	8.4	8.9	流动资产周转天数	431	404	354	309	300	
预付账款	856.6	752.1	1,396.4	1,809.6	2,365.3	应收账款周转天数	146	112	115	117	116	
存货	1,704.7	2,884.0	3,725.5	5,670.5	8,136.6	存货周转天数	60	62	62	58	61	
其他流动资产	60.3	83.1	127.6	202.5	285.6	总资产周转天数	667	616	555	495	480	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	356	280	293	292	286	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.4%	24.0%	26.2%	27.6%	28.8%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	15.0%	18.0%	18.4%	19.5%	
固定资产	2,118.9	6,118.7	7,631.6	10,369.3	14,083.1	ROIC	26.5%	43.0%	52.8%	42.3%	43.3%	
在建工程	2,522.0	488.7	2,888.2	5,044.9	6,949.2	费用率						
无形资产	2,185.1	2,137.7	2,095.0	2,053.1	2,012.0	销售费用率	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%	9.3%	
其他非流动资产	54.9	65.3	60.1	62.7	61.4	管理费用率	9.7%	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%	
资产总额	20,147.4	25,440.2	33,911.0	46,415.0	61,653.7	财务费用率	1.7%	1.7%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.9%	21.0%	18.5%	18.6%	18.6%	
应付账款	2,418.8	1,897.9	3,888.0	5,715.7	7,305.7	偿债能力						
应付票据	136.3	2,142.3	1,761.6	2,614.9	4,583.2	资产负债率	38.5%	37.6%	31.5%	33.3%	32.3%	
其他流动负债	230.1	80.4	373.9	542.8	909.3	负债权益比	62.6%	60.4%	45.9%	50.0%	47.7%	
长期借款	2,500.0	-	-	-	-	流动比率	4.02	2.14	2.57	2.39	2.42	
其他非流动负债	1,955.7	1,812.9	2,405.5	3,404.0	3,985.8	速动比率	3.50	1.77	2.12	1.92	1.91	
负债总额	7,756.3	9,576.3	10,666.1	15,476.6	19,897.6	利息保障倍数	17.55	19.72	-61.74	-84.63	-96.63	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	5,585.0	5,585.0	7,485.0	7,485.0	7,485.0	DPS(元)	-	0.06	0.08	0.11	0.16	
留存收益	6,806.1	10,278.9	15,759.9	23,453.5	34,271.1	分红比率	0.0%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%	
股东权益	12,391.1	15,863.9	23,244.9	30,938.5	41,756.1	股息收益率						
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	2,651.2	3,807.8	6,090.0	8,548.4	12,019.5	EPS(元)	0.47	0.68	0.81	1.14	1.61	
加: 折旧和摊销	256.6	279.1	455.3	667.5	960.1	BVPS(元)	2.22	2.84	3.11	4.13	5.58	
资产减值准备	107.8	-37.5	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	191.3	232.8	-111.2	-115.2	-142.9	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	3,644.8	19.6	-3,186.6	-1,887.3	-2,878.2	CAGR(%)	47.7%	46.7%	32.0%	28.1%	16.7%	
经营活动产生现金流量	4,962.4	4,324.7	3,247.6	7,213.5	9,958.5	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-674.3	-2,272.8	-4,325.0	-5,520.0	-6,537.0	ROIC/WACC	5.1	8.3	10.2	8.2	8.4	
融资活动产生现金流量	-1,846.8	-316.7	-97.8	10.3	-1,434.1	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034