

森远股份 (300210)

## 新型公路养护机械领先企业

## ——新股询价定价分析报告

|                                                                                   |                  |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------|-------------------------|
|  | 吕娟               | 王帆                      |
|  | 021-38676139     | 021-38674747            |
|  | lvjuan@gtjas.com | wangfan009494@gtjas.com |
|  | S0880511010047   | S0880511040001          |

## 本报告导读:

公司是国内领先新型养护机械供应商。除雪洒布车、热再生机组市场占有率国内第一。公路“全面养护时代”的到来将为公司提供了发展的机遇。

## 投资要点:

- **公司基本情况:** 公司是国内新型公路养护机械行业的领先企业, 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。
- **行业需求分析:** 除雪机械化程度提高、以及对外资品牌的进口替代为公司除雪设备提供了空间。我国公路进入“全面养护时代”、并且预防性养护成为未来公路养护的重点为公司路面养护设备带来了发展机遇。
- **行业地位:** 2009年, 公司除雪撒布车、热再生机组国内市场占有率位居行业第一。热再生机组的市场占有率分别为 40%。沥青路面热再生修补车的国内市场占有率排名行业前三。
- **募集资金项目:** 公司此次计划发行 1900 万股, 拟募集资金 1.9 亿元投向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个项目。项目达产后将新增收入 2.6 亿元, 税后利润 7489 万元, 是公司 2010 年收入和利润规模的 2 倍。
- **竞争优势:** 公司是行业内技术创新的引领者, 主导产品技术处于国际先进水平。公司通过多年的专业化经营, 积累了丰富经验和坚实的市场基础, 具备先发优势。公司产品价格仅为进口同类产品的 60%-80% 左右, 性价比优势明显。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85 元、1.2 元和 1.6 元。基于 2011 年预测业绩和 25-30 倍首发 PE, 建议询价区间 (21.3, 25.5) 元; 基于 2011 年预测业绩和 30 倍 PE, 上市后合理价格为 25.5 元, 上下浮动 10%, 上市首日定价区间为 (22.9, 28) 元。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险、除雪设备毛利率波动的风险。

## 建议询价区间

21.30-25.50

## 上市首日定价区间

22.90-28.00

2011.04.14

## 发行上市资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 发行前总股本 (万股) | 5,585      |
| 本次拟发行量 (万股) | 1,900      |
| 发行日期        | 2011.04.15 |
| 发行方式        | 网下询价, 上网定价 |

## 保荐机构

## 预计上市日期

## 发行前财务数据

|            |       |
|------------|-------|
| 每股净资产 (元)  | 2.84  |
| 净资产收益率 (%) | 24.0% |
| 资产负债率 (%)  | 37.6% |

## 主要股东和持股比例

|            |        |
|------------|--------|
| 郭松森        | 39.44% |
| 齐广田        | 29.59% |
| 王恩义        | 3.73%  |
| 其他 35 名自然人 | 1.86%  |

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 10,143 | 13,325 | 21,484 | 30,838 | 40,810 |
| (+/-)%      | 25%    | 31%    | 61%    | 44%    | 32%    |
| 经营利润 (EBIT) | 3,109  | 4,369  | 7,704  | 10,861 | 15,056 |
| (+/-)%      | 48%    | 43%    | 82%    | 42%    | 40%    |
| 净利润         | 2,651  | 3,808  | 6,366  | 8,970  | 12,451 |
| (+/-)%      | 43%    | 44%    | 67%    | 41%    | 39%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.35   | 0.51   | 0.85   | 1.20   | 1.66   |
| 每股股利 (元)    | -      | -      | -      | -      | -      |

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1. 公司基本情况

### 1.1. 历史沿革

公司前身为成立于 2004 年的森远有限，2007 年 1 月整体变更为股份有限公司。公司是国内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。公司的实际控制人为公司第一大股东郭松森先生，本次发行后，其直接持有公司 39.44% 的股份。

本次发行前公司总股本为 5585 万股，本次拟发行股份 1900 万股，拟发行股份占发行后总股本比例为 25.38%。

**表 1：发行前后主要股东持股情况**

| 股东名称       | 发行前          |             | 发行后           |             |
|------------|--------------|-------------|---------------|-------------|
|            | 持股数量<br>(万股) | 持股比例<br>(%) | 持股数量 (万<br>股) | 持股比例<br>(%) |
| 郭松森        | 2951.95      | 52.86       | 2951.95       | 39.44       |
| 齐广田        | 2214.52      | 39.65       | 2214.52       | 29.59       |
| 王恩义        | 279.25       | 5.00        | 279.25        | 3.73        |
| 其他 35 名自然人 | 139.28       | 2.49        | 139.28        | 1.86        |
| 本次拟发行股份    | -            | -           | 1900.00       | 25.38       |
| 合计         | 5585.00      | 100.00      | 7485.00       | 100.00      |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

### 1.2. 主营业务分析

#### 1.2.1. 主要产品及用途

公司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。公司基于“绿色养护、经济高效”的品牌价值理念、“市场开发技术化、产品开发市场化”的经营创新理念和“多层次、全系列”的产品战略，面向公路养护工程施工单位提供公路养护总体解决方案。

**表 2：公司主要产品系列**

| 产品系列         | 产品品种    | 应用领域              |
|--------------|---------|-------------------|
| 路面除雪和清洁设备    | 除雪撒布车   | 路面保养              |
|              | 除雪机具    |                   |
|              | 高压清洗疏通车 |                   |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 热再生机组   | 公路大中修工程及改建工程      |
| 预防性养护设备      | 沥青路面热再生 | 公路日常性、周期性养护（小修保养） |
|              | 修补车     |                   |
|              | 沥青路面养护车 |                   |
|              | 灌缝设备    |                   |
|              | 微表处施工车  |                   |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

**表 3: 2011 年即将投放市场的重要产品**

| 产品系列         | 产品品种            |
|--------------|-----------------|
| 大型沥青路面就地再生设备 | 横移式冷再生机         |
| 预防性养护设备      | 橡胶沥青洒布车         |
|              | 加热式沥青路面超薄磨耗层罩面机 |
| 路面除雪和清洁设备    | 冷吹式机场除雪车        |
|              | 机械式综合除雪车        |

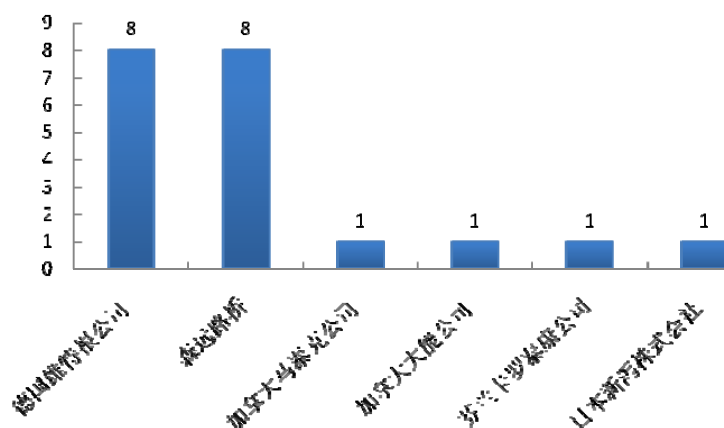
数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

2009 年, 公司除雪撒布车、热再生机组国内市场占有率位居行业第一。热再生机组的市场占有率分别为 40%。沥青路面热再生修补车的国内市场占有率排名行业前三。

**表 4: 2009 年除雪撒布车的市场占有率**

| 市场占有率排名 | 公司                    |
|---------|-----------------------|
| 1       | 森远路桥                  |
| 2       | 重庆迪马                  |
| 3       | 沈阳德通路桥机械设备有限公司        |
| 4       | 哈尔滨雪狼除雪机械设备有限公司经销有限公司 |
| 5       | 吉林省公路机械有限公司           |
| 6       | 中联重科                  |

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

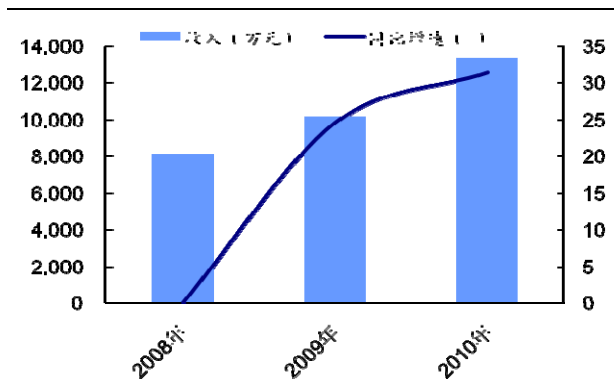
**表 5: 截至 2010 年末国内热再生机组销售情况**


数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

### 1.2.2. 收入及利润分析

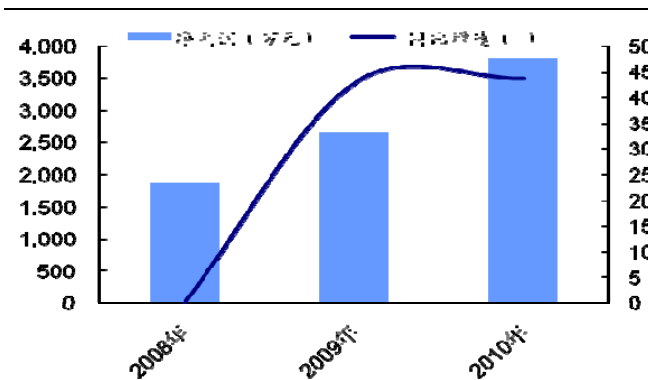
2008-2010 年, 公司收入平均增长率为 27.97%, 归属母公司净利润平均增长率为 43.19%。2010 年度公司路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备、预防性养护设备收入占比分别为 44.25%、37.42%、23.16%。

图 1: 公司近三年收入及增速



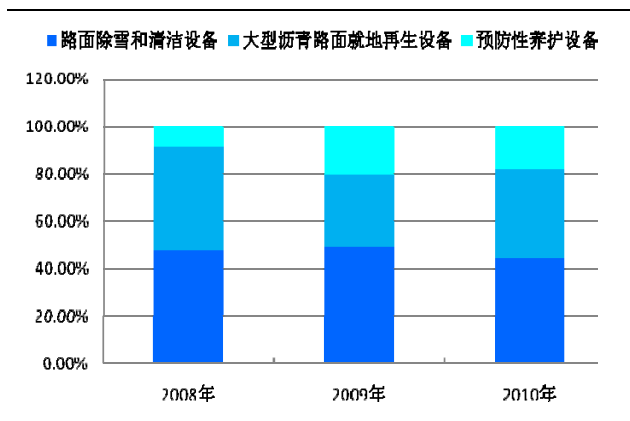
数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 2: 公司近三年利润及增速



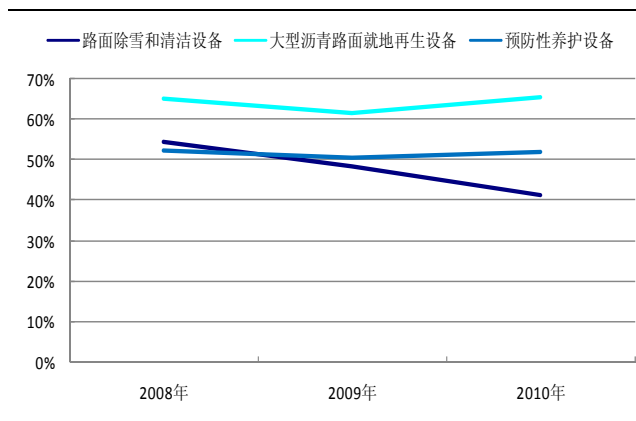
数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 3: 公司主要产品收入分布



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

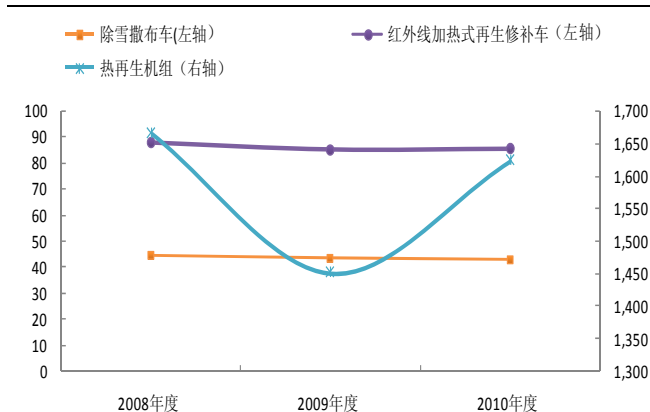
图 4: 公司主要产品毛利率



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

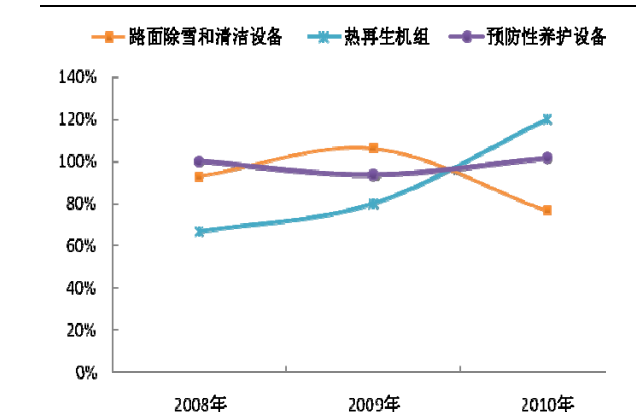
从产品价格来看, 热再生机组价格较高, 约为 1400-1600 万元; 除雪洒布车和预防性养护设备的均价分别为 40 万元和 85 万元左右。2010 年, 路面除雪和清洁设备、热再生机组、预防性养护设备产销率分别为 76.63%、120%和 101.79%。2008-2010 年, 公司连续 3 年的产能利用率超过 130%。

图 5: 主要产品单价 (万元)



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 6: 主要产品产销率



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

### 1.2.3. 客户分析

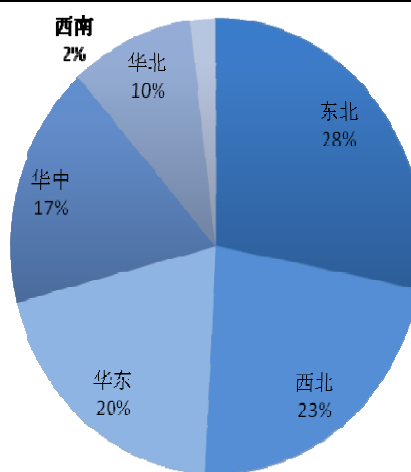
公司客户主要是各地方行政事业单位、地方性养护公司、以及社会化养护公司。区域集中度不明显。

**表 6: 主要产品销售群体分布情况**

| 产品系列                 | 主要消费群体                     |
|----------------------|----------------------------|
| 路面除雪和清洁设备<br>预防性养护设备 | 行政事业单位；地方性养护公司；专业化、社会化养护公司 |
| 大型沥青路面就地再生设备         | 地方性养护公司；专业化、社会化养护公司        |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

**表 7: 公司产品的地区分布**



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

## 2. 需求分析

### 2.1. 路面除雪和清洁设备需求情况

#### 2.1.1. 除雪机械化程度提高是必然趋势

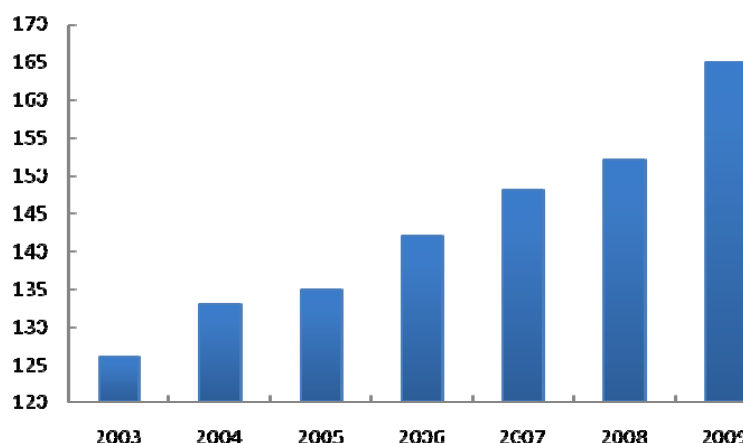
我国公路和城市道路冬季除雪主要是通过传统的人工作业和小型机具相结合的除雪方式，除雪效率低下。2008 年年初我国南方发生的大面积雪灾，提升了全社会对除雪工作的重视程度，机械化除雪是未来发展的必然趋势。

#### 2.1.2. 机场用和大型除雪设备拥有进口替代空间

国内从事除雪设备的生产厂家已达十余家，产品的种类丰富。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。

近几年，我国机场建设发展迅速，随着机场和航班数量的大幅增加，飞机起降架次的密集化，对机场设备的需求也在快速增长，未来机场专用除雪设备的市场需求较大。

图 7: 我国民用航班飞行机场数量



数据来源: 统计局、国泰君安证券研究

### 2.1.3. 公司产品齐全 市场占有率高

公司除雪类产品包括除雪洒布车、融雪剂撒布机、除雪铲、除雪滚刷等系列产品。根据中国工程机械工业协会筑路机械分会出具的证明, 目前公司在除雪撒布车在国内的市场占有率居行业第一。

表 8: 公司路面除雪和清洁主要产品

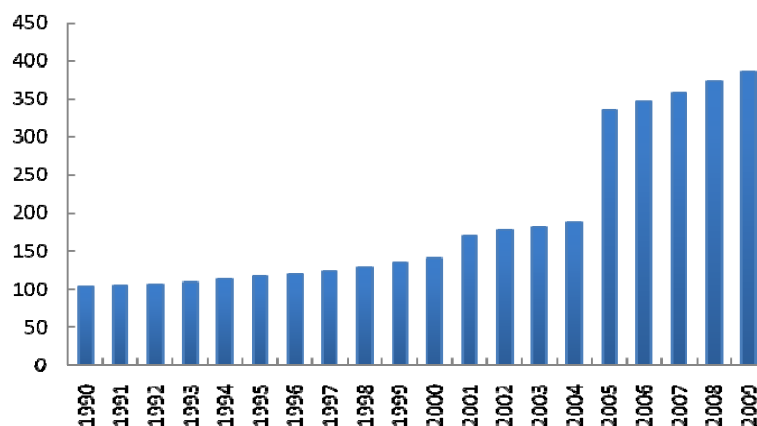
| 主要产品    |        | 功能及用途                                                                                           |
|---------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 除雪撒布车   |        | 集除雪、撒布融雪剂(盐)及预湿、运输等功能于一体的多功能设备。适用于高等级公路、公路、城市道路、机场、广场、风景区道路的除雪、融冰等作业。                           |
| 除雪机具    | 融雪剂撒布机 | 可装载于各种型号的卡车或自卸车上,用于撒布融雪剂,清除路面上的积雪和薄冰。                                                           |
|         | 除雪铲    | 安装于汽车或装载机上,快速清除浮雪、半压实雪及压实积雪。                                                                    |
|         | 除雪滚刷   | 用于清扫 150mm 以下的新降浮雪,积雪除净率、除雪效率较高。                                                                |
| 高压清洗疏通车 |        | 配备高压和低压两套水系统,低压水系统具备对路面进行洒水、冲刷、清洗路缘石、远程水炮等功能;高压水系统可清洁路面污物、清洗护栏、隔离墩等设施,还具备喷雾降尘、市政管道疏通和清洗高空设施等功能。 |

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

## 2.2. 道路养护设备需求情况

### 2.2.1. 公路养护从“抢修时代”向“全面养护时代过渡”

我国公路建设持续快速发展,截至 2009 年底,全国公路总里程已达到 386.08 万公里。而经过了 20 年的发展后,必然带来繁重的养护任务,公路养护已由传统的“抢修时代”过渡到“全面养护时代”。截至 2009 年底,全国公路养护里程 368.83 万公里,占公路总里程的 95.5%,同比提高 1.5 个百分点。

**图 8: 我国公路总里程 (万公里)**


数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

根据“全国公路养护与管理资金需求研究课题组”发布的《全国公路养护与管理资金需求研究报告》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。我国购置养护机械的费用占养护费用总额的比例长期以来不足 3% 左右, 而发达国家基本达到了 20%。我国正处在养护机械化发展阶段, 若按 20% 的比例测算, 2015 年、2020 年之前每年投入公路养护机械的费用预计为 972 亿元、1,554 亿元。

**表 9: 购置养护机械费用预测**

| 项目            | 2006 年 | 2015 年 E | 2020 年 E |
|---------------|--------|----------|----------|
| 公路养护工程费用 (亿元) | 1,124  | 4,859    | 7,771    |
| 购置养护机械费用 (亿元) | < 34   | 972      | 1,554    |

数据来源: 《全国公路养护与管理资金需求研究报告》、国泰君安证券研究

此外, 根据交通部于 2009 年 10 月 30 日发布了《公路养护技术规范 JTG H10-2009》, 其中给出了我国公路养护每 100km 机械配备参考标准。中国工程机械工业协会筑路机械分会按照此标准对公路养护机械市场规模进行预测。预计未来十年平均每年新增配置量将达到近 1,000 亿元。

**表 10: 公路养护机械市场规模预测**

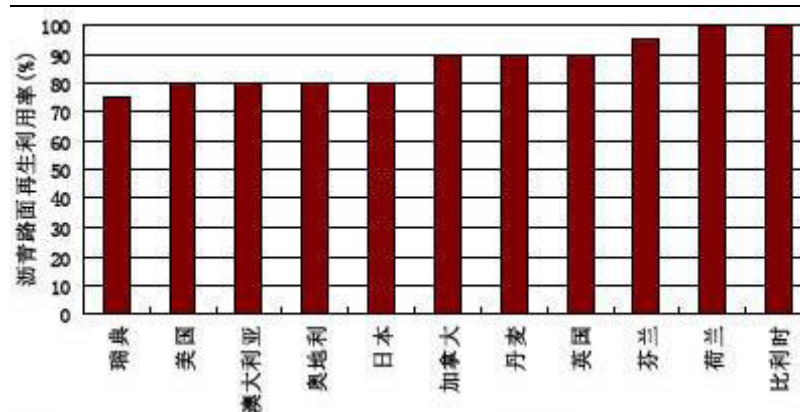
| 公路类别      | 预 计            |                   | 2020 年底里程测算养护机械市场规模(亿元) |              |             |               |
|-----------|----------------|-------------------|-------------------------|--------------|-------------|---------------|
|           | 2020 年里程 (万公里) | 百公里里程养护机械配置价值(万元) | 路面除雪和清洁设备               | 大型沥青路面就地再生设备 | 预防性养护设备     | 养护机械市场总值      |
| 高速公路、一级公路 | 25             | 4,500-5,500       | -                       | -            | -           | 1,125-1,375   |
| 其他有铺装公路   | 245            | 3,000-4,000       | -                       | -            | -           | 7,350-9,800   |
| 未铺装公路     | 180            | 900-1,000         | -                       | -            | -           | 1,620-1,800   |
| 总计        | -              | -                 | 200-300                 | 250-350      | 3,000-5,000 | 10,095-12,975 |

数据来源: 中国工程机械工业协会筑路机械分会, 招股书、国泰君安证券研究

### 2.2.2. 沥青路面再生技术重视度提高

由于资源的匮乏，各国对沥青路面再生利用技术的重视程度逐步提高。1997 年，国际经济合作组织发表的《道路工程再生利用战略》白皮书显示，主要发达国家的沥青路面再生利用率普遍在 80% 以上。美国沥青的重复利用率已高达 80%，日本路面废料再生利用率已超过 70%。相比之下，我国从 2002 年开始进口第一台热再生机组。截至 2010 年末，我国热再生机组市场累计销量 20 套，仍处于刚起步状态。

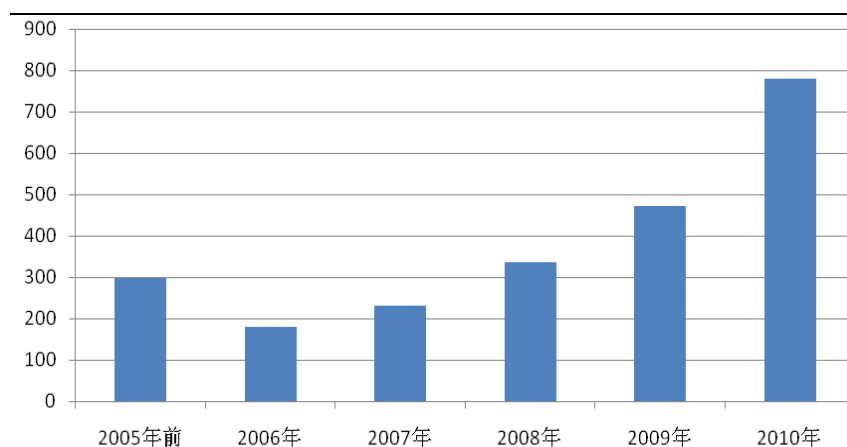
图 9：各国沥青路面再生利用率



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

相比传统工艺，沥青路面就地热再生工艺具备显著的节能环保、资源循环利用特点。近 5 年，我国热再生机组的施工面积的复合增长超过 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。

图 10：我国各年度热再生机组的施工面积（万平方米）



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

### 2.2.3. 政策支持热再生机组应用

就地热再生工艺目前已成为全国许多省市交通部门推广的“节能减排”道路养护重点新技术。辽宁、浙江、宁夏、重庆、江苏、福建、吉林等省份先后出台了支持热再生机组发展相关政策。

图 11: 各地支持热再生机组发展的政策或动态

| 地区/<br>省份 | 支持热再生机组发展的政策或动态                                                                            | 资料来源                                                       |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 辽宁省       | 加强沥青热再生技术在我省公路路面养护中的应用研究                                                                   | 《辽宁省“十二五”交通科技发展规划》-辽宁省交通厅交通运输部科学研究院, 2010 年 6 月            |
| 浙江省       | “沥青路面热再生技术(时代列车)推广应用”被作为浙江省 2010 年度交通科技成果推广应用计划, 承担单位为浙江省公路管理局                             | 《关于印发 2010 年度交通科技成果推广应用计划的通知》浙交〔2010〕92 号, 2010 年 4 月 12 日 |
| 宁夏回族自治区   | 要求积极开展公路养护沥青热再生等科技示范工程的推广运用; 大力推进扩大路面废弃材料的回收利用; 引导交通企业购置路面热再生重铺机组进行路面病害处理, 使旧路沥青混合料全部再次利用。 | 宁夏交通运输厅党委书记周舒: 2009 年全区交通运输工作会议报告, 2009 年 2 月 23 日         |
| 江苏省       | 江苏省为加强对公路养护领域符合循环经济和低碳经济要求的就地热再生技术研究, 推动就地热再生技术的推广应用而组建一个省级工程技术项目——江苏省沥青路面热再生工程技术研究中心。     | 中国再生沥青网, 2009 年 12 月 22 日                                  |
| 福建省       | 确定将沥青路面热再生技术等六项技术作为专项行动计划的重点, 并确定由福建、吉林省交通厅组织开展沥青路面热再生技术应用推广工作。                            | 《交通部科技教育司关于印发“材料节约和循环利用专项行动计划工作会议纪要”的通知》2007 年 8 月 8 日     |

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

## 2.2.4. 公司产品节能环保 经济高效

公司沥青路面就地再生设备主要有两大类产品: 热再生机组和移动式冷再生机。这两类产品均具备节能环保、经济高效的优势。在目前节能减排的大背景下, 具备良好的发展前景。

热再生机组适用于沥青路面面层厚度大于 60mm 的高等级沥青路面(高速公路、一级公路和二级公路)及路面标高受到限制的沥青路面(如桥梁、隧道等)的大中修改造。它由 2 台路面加热机、1 台加热铣刨机、1 台加热复拌机组组成, 摊铺机、压路机、自卸车为必备的辅助设备。

图 12: 就地热再生施工工艺与传统大中修施工工艺对比



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

热再生养护方式具备节能环保, 经济高效的优势。该方式较传统大修工艺降低能源消耗 33.47%-45.26%。由于旧料的循环利用, 能够节省约 90%的新料, 降低 55%-73%左右的养护成本。并且, 施工速度是传统维修方法的 3 倍以上。

**图 13: 就地热再生养护方式的优势**

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 节能环保 | 减少沥青提炼、石料开采、新料及旧料运输等一系列步骤。热再生机组采用的热风循环加热技术可以提高加热效率, 从而大幅降低能源消耗、碳排放及有害气体排放量。经“辽宁省节能监测中心”认定, 较传统大修工艺降低能源消耗 33.47%-45.26%。若以热再生机组每年施工 50 万平米、平均再生深度 0.05m、路面材料密度 2.5 吨/m <sup>3</sup> 来测算, 每年约有 6.25 (50 × 0.05 × 2.5) 万吨的旧沥青混合料被循环利用, 且可以节省 356-585 吨标准煤。避免搁置废料占用土地资源。 |
| 经济高效 | 由于热再生机组将旧沥青混合料全部循环利用, 只需添加约 10%比例的新沥青混合料, 因此能够节省约 90%的新料。另外, 热再生机组还节约了将旧料运走和新料运来发生的运输费用。经客户施工后测算, 热再生机组比传统的铣刨加铺养护方式可降低 55%-73%左右的养护成本。<br>就地热再生施工速度是传统维修方法的 3 倍以上, 并且施工时不封闭交通, 施工后 20 分钟即可通车, 避免施工封路引起社会车辆无效排队, 显著提升了公路的利用效率。                                        |

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

**横移式冷再生机**使用泡沫沥青、乳化沥青等多种材料作为再生混合料粘接剂, 适用于除水泥路面以外的所有路面的沥青层冷再生、中下面层和基层冷再生和全深式基层冷再生, 也可用于路面铣刨和基层、底基层稳定土现场就地拌合作业, 是一种多用途设备, 不受公路等级限制。

与传统工艺相比, 就地冷再生工艺在节能环保、施工质量和施工效率等方面具有明显的优势。它可将原路面各层材料 100%就地再生为基层混合料, 可降低约 50%的施工成本, 节约能源 28.30%-41.60%, 每天可施工 6,000 平方米以上。

**图 14: 横移式冷再生养护方式的优势**

|       |                                                                                                                                                                                                                 |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 节能环保  | 横移式冷再生机可将原路面各层材料 100%就地再生为基层混合料, 可降低约 50%的施工成本, 经济效益显著; 该设备采用就地再生施工工艺, 无废弃旧料和新料的运输工序, 减少燃料、电力等能源消耗, 经“鞍山市节能监测中心”认定, 较传统大修工艺可节约能源 28.30%~41.60%; 同时该设备具有封闭式拌和系统, 自动添加材料, 然后与破碎后的原路面材料拌和, 防止了粉尘的飞扬, 对环境保护起到一定的作用。 |
| 施工质量好 | 旧路面原有材料与水 and 添加剂的连续、高质量的拌和确保了再生层的质量, 液态添加剂的添加因采用微机控制的输送系统而非常准确, 因此能很好地恢复和提高基层承载能力, 从根本上实现道路等级的提高; 该工艺为一次性作业, 不损坏路基, 再生机的高附着力的轮胎在暴露的路基上只通过一次。而采用传统机械施工时, 路基将承受频繁的高应力荷载, 易导致“局部隆起”的现象。                           |
| 施工效率高 | 横移式冷再生机具有较高的生产率, 每天可施工 6,000 平方米以上, 工程施工周期较传统大修工艺可大幅缩短, 减少了对交通的影响。                                                                                                                                              |

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

## 2.3. 预防性养护设备

### 2.3.1. 预防性养护是未来公路养护重点

预防性养护是一种周期性的公路养护措施, 完整、系统的预防性养护。发达国家公路建设比较早, 养护工作也及时跟上了公路建设的步伐, 已基本实现了公路养护机械化。根据美国 SHRP 计划

的研究结果，在整个路面寿命周期内进行 3-4 次的预防性养护，可以延长路面使用寿命 10-15 年，节约养护费用 45%-50%。目前我国预防性养护设备仍处于起步阶段，应用率较低。由于日常性、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，公司将该类产品作为未来主营业务的重要发展方向。

### 2.3.2. 产品定位高端 不断创新

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的产品领域。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。根据中国工程机械工业协会筑路机械分会的统计资料显示，预防性养护设备主要生产企业有（排名不分先后）：森远路桥、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。

公司预防养护设备包括五大类：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。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。公司不断加大新产品的研发，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，同年公司研发的采用液压控制伸缩式喷洒梁和喷嘴保温及增压喷洒技术的橡胶沥青洒布车也已处于工程试验阶段，预计于 2011 年推向市场。

**表 11：公司主要预防性养护设备**

| 主要产品       |             | 功能及用途                                                                                                                              |
|------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 沥青路面热再生修补车 | 红外线加热式再生修补车 | 适用于各等级沥青路面，主要用于在路面出现大面积病害前，对路面进行经常性养护维修，如可处治修补坑槽、网裂、拥包、唧浆、脱落、搓板等路面病害，从而推迟路面的大中修周期。                                                 |
|            | 热风式再生修补车    |                                                                                                                                    |
| 沥青路面养护车    |             | 修补沥青路面为主，具有废旧混合料再生、沥青加热喷洒、乳化沥青喷洒、路面压实、钻孔除锈、电力输出、液压输出等功能。                                                                           |
| 灌缝设备       |             | 用于对沥青或水泥路面裂缝用密封胶进行灌缝，及时防止水分对路基的渗透，减缓路面的老化及损坏。同时该设备还具备发电、电焊、喷漆除锈、高空升降作业、夜间照明、液压和电力输出等功能。                                            |
| 微表处施工车     |             | 可用于各种沥青路面和水泥路面的罩面封层，也可用于新筑道路的下封层、桥面封层和彩色路面封层。可改善路面的防水性能和抗滑性能，同时修复轻微程度的路面病害。                                                        |
| 橡胶沥青洒布车    |             | 可洒布高温、高粘度的橡胶沥青，在筑路领域，可应用于沥青路面层间的透层油、防水层、粘结层的洒布，亦可用于贯入式路面的铺装施工；在公路养护领域，可配合传统的大修工艺，用于粘油层的撒布，也可与碎石撒布车配合，用于低等级公路碎石封层施工，能修复路面病害、提高路面等级。 |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

### 3. 公司的行业地位及竞争优势分析

#### 3.1. 公司行业地位

公司是国内新型公路养护机械行业的领先企业。公司基于“绿色养护、经济高效”的品牌价值理念、“市场开发技术化、产品开发市场化”的经营创新理念和“多层次、全系列”的产品战略，已成为国内领先的新型公路养护机械供应商。热再生机组和沥青路面热再生修补车被认定为国家重点新产品和辽宁省名牌产品，在业内具有较高的知名度。

#### 3.2. 公司的竞争优势

##### 3.2.1. 技术优势

公司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。

公司研发团队实力雄厚，在各部门中参与研究、设计、制造、检测、试验和工程服务的技术人员总数为 82 人，占员工总数的比例为 32.67%。

##### 3.2.2. 先发优势

新型公路养护机械需要较长的研发周期和市场培育期，公司通过多年的专业化经营，积累了养护机械研发和制造的丰富经验、系统地掌握下游行业各项最新养护技术，在主营产品领域建立了坚实的市场基础，具备先发优势。

##### 3.2.3. 性价比优势

与进口同类产品相比，公司产品的市场售价仅相当于进口产品的 60%-80% 左右。根据 2009 年 8 月 20 日财政部、国家发改委、工信部、海关总署、国家税务总局和国家能源局联合发布的《关于调整重大技术装备进口税收政策的通知》和《国家支持发展的重大技术装备和产品目录》，沥青混凝土再生成套设备在进口时恢复征收关税，同时对生产该设备所需进口配套件免征进口关税和进口环节增值税，进一步提升了公司大型沥青路面就地再生设备的性价比优势。

### 4. 募投项目分析

公司此次计划发行 1900 万股，拟募集资金 1.9 亿元投向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个项目。

表 12：募集资金投向

| 重要性排序 | 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 |
| 4 | 其他与主营业务相关的营运资金 | -     | - | -     | -     | -   |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

大型沥青路面再生养护设备制造项目建设期为 4 年，截止 2010 年底，项目已经完成投资 6491 万元。预计 2012 年完全达产，达产后将新增销售额 2 亿元，税后利润 6096 万元。

**表 13：大型沥青路面再生养护设备制造项目达产产能和收入情况**

|            | 新增产能（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     |
| 总计         |         | 20,204    |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

**表 14：大型沥青路面再生养护设备制造项目达产后盈利情况**

| 指标名称  | 单位 | 指标值       |
|-------|----|-----------|
| 年销售收入 | 万元 | 20,204.00 |
| 利润总额  | 万元 | 7,172.69  |
| 税后利润  | 万元 | 6,096.79  |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

成套公路养护设备产品升级项目用于路面除雪和清洁设备、预防性养护设备的改造升级，预计 2012 年完成改造。项目改造升级完成后，将新增收入 6285 万元，税后利润 1392 万元。

**表 15：成套公路养护设备产品升级项目新增产能**

| 产品系列      | 第 1 年<br>(台) | 第 2 年<br>(台) | 第 3 年<br>(台) | 改造完成后<br>合计数(台) |
|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 路面除雪和清洁设备 | 27           | 45           | 112          | 184             |
| 预防性养护设备   | 10           | 20           | 37           | 67              |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

**表 16：成套公路养护设备产品升级项目盈利情况**

| 指标名称  | 改造前指标值   | 改造后指标值    | 增量效益     |
|-------|----------|-----------|----------|
| 年销售收入 | 6,635.00 | 12,820.00 | 6,185.00 |
| 利润总额  | 1,738.00 | 3,375.66  | 1,637.66 |
| 税后利润  | 1,477.30 | 2,869.31  | 1,392.01 |

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测与投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85 元、1.2 元和 1.6 元。目前上市公司中与公司生产产品较为接近的有达刚路机、威海广泰、海伦哲。这三家公司 2011 年 PE 约在 30-35 倍左右。基于 2011 年预测业绩和 25-30 倍首发 PE，建议询价区间（21.3，25.5）元；

基于 2011 年预测业绩和 30 倍 PE，上市后合理价格为 25.5 元，上下浮动 10%，上市首日定价区间为（22.9，28）元。

表 17：可比上市公司盈利预测及估值

|        |      | EPS   |       |       | PE    |       |       | 2011 年 4 月 12<br>日收盘价 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
|        |      | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |                       |
| 300103 | 达刚路机 | 0.88  | 1.06  | 1.44  | 41.56 | 34.50 | 25.40 | 36.57                 |
| 002111 | 威海广泰 | 0.47  | 0.64  | 0.78  | 51.49 | 37.81 | 31.03 | 24.20                 |
| 300201 | 海伦哲  | 0.49  | 0.7   | 1.01  | 45.06 | 31.54 | 21.86 | 22.08                 |
| 加权平均   |      |       |       |       | 46.04 | 34.62 | 26.09 |                       |

数据来源：wind、国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

### 6.1. 市场竞争加剧的风险

随着公路养护理念的进步和公路养护工程施工市场的快速增长，可能吸引诸多国内工程机械企业加入竞争行列。国内大型工程机械企业，如徐工、三一、中联等企业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。

### 6.2. 除雪设备毛利率波动的风险

2008-2010 年，除雪设备毛利率由 54% 下降到 41%。主要是因为汽车底盘成本的上升，而产品价格并未有相应提高。随着向“国 III 标准”汽车底盘过渡的全部完成，底盘的采购成本发生持续大幅上升的可能性较小，加上新产品的投放，2011 年该类产品的毛利率出现较大幅度提升。未来存在产品价格、成本的波动造成产品毛利率出现较大波动的风险。

---

**作者简介:****吕娟:**

S0880511010047

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

**王帆:**

S0880511040001

021-38674747

wangfan009494@gtjas.com

英国纽卡斯尔大学国际金融分析专业硕士。2010 年 11 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                         | 评级   | 说明                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                                                                                                         | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|                                                                                                                         | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|                                                                                                                         | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|                                                                                                                         | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |