

日期: 2011 年 4 月 13 日  
行业: 公路养护机械行业



✉ 冀丽俊  
☎ 021-53519888-1921  
✉ jilijun@sigchina.com  
执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB20.54-24.64 元  
上市合理估值 RMB22.82-27.38 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 19.00  
发行后总股本 (百万股) 74.85  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 国信证券

#### 主要股东 (IPO 前)

郭松森 52.86%  
齐广田 39.65%  
王恩义 5.00%

#### 收入结构 (Y10)

路面除雪和清洁设备 43.23%  
大型沥青路面就地再生设备 36.56%  
预防性养护设备 17.91%

报告编号: JLJ11-NSP09

首次报告时间: 2011 年 4 月 13 日

## 领先的公路养护设备制造商

### ■ 投资要点:

#### 领先的公路养护设备制造商

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。公司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。

#### 募投项目提高公司产能

公司本次发行募集资金, 主要投向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、基数研发中心建设项目、以及补充其他与主营业务相关的营运资金。募投项目将增加公司产能。

#### 业绩增长可持续

预计募投项目 2012 年达产, 我们测算 2011-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 28.12%、137.44%、1.71% 和 0.14%, 相应的稀释后每股收益为 0.65 元、1.55 元、1.57 元和 1.58 元。

#### 定价结论

我们认为, 给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 22.82-27.38 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 10% 的折让, 建议询价区间为 20.54-24.64 元, 对应的 2010 年市盈率区间为 40.36-48.43 倍。

### ■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2010A  | 2011E  | 2012E   | 2013E  | 2014E  |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入                | 133.25 | 181.34 | 417.78  | 426.11 | 426.58 |
| 年增长率                | 31.37% | 36.08% | 130.39% | 1.99%  | 0.11%  |
| 归属于母公司的净利润          | 38.08  | 48.79  | 115.84  | 117.83 | 117.99 |
| 年增长率                | 43.63% | 28.12% | 137.44% | 1.71%  | 0.14%  |
| (发行后摊薄) 每股收益 (元)    | 0.509  | 0.652  | 1.548   | 1.574  | 1.576  |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 公司概况

公司所处行业为公路养护机械行业。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。公司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持经验的设备制造商。

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1 公司主要产品及用途**

| 产品系列         | 产品品种                               | 生产周期（天） | 应用领域              |
|--------------|------------------------------------|---------|-------------------|
| 路面除雪和清洁设备    | 除雪撒布车                              | 40      | 路面保养              |
|              | 除雪机具                               | 20      |                   |
|              | 高压清洗疏通车                            | 40      |                   |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 热再生机组                              | 90      | 公路大中修工程及改建工程      |
|              | 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      |                   |
| 预防性养护设备      | 沥青路面养护车                            | 50      | 公路日常性、周期性养护（小修保养） |
|              | 灌缝设备                               | 40      |                   |
|              | 微表处施工车                             | 60      |                   |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

**表2 公司即将投放市场的重要产品**

| 产品系列         | 产品品种            | 生产周期（天） | 目前状况             |
|--------------|-----------------|---------|------------------|
| 大型沥青路面就地再生设备 | 横移式冷再生机         | 90      | 预计2011年上市        |
|              | 橡胶沥青洒布车         | 70      | 工程试验期 预计2011 年上市 |
| 预防性养护设备      | 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 |
|              | 冷吹式机场除雪车        | 50      | 样机设计阶段 预计2011年上市 |
| 路面除雪和清洁设备    | 机械式综合除雪车        | 50      | 样机设计阶段 预计2011年上市 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司是由鞍山森远路桥养护机械制造有限公司整体变更设立的股份有限公司。森远有限于2004年10月25日成立，2007年1月16日，森远有限整体变更为鞍山森远路桥股份有限公司，公司的发起人为郭松森、齐广田和王恩义。

公司的控股股东、实际控制人为郭松森先生，持有公司2,951.95万股，持股比例为52.85%。本次发行后，郭松森先生将持有公司

39.44%的股权，仍为公司的控股股东及实际控制人。郭松森除持有公司股份以外，没有直接或间接控制其他企业。

表3 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

| 序号 | 股东名称  | 发行前      |        | 发行后      |        |
|----|-------|----------|--------|----------|--------|
|    |       | 持股数      | 持股比例   | 持股数      | 持股比例   |
| 1  | 郭松森   | 2,951.95 | 52.86  | 2,951.95 | 39.44  |
| 2  | 齐广田   | 2,214.52 | 39.65  | 2,214.52 | 29.59  |
| 3  | 王恩义   | 279.25   | 5.00   | 279.25   | 3.73   |
| 4  | 李艺    | 5.46     | 0.10   | 5.46     | 0.07   |
| 5  | 孙斌武   | 5.46     | 0.10   | 5.46     | 0.07   |
| 6  | 其他自然人 | 128.37   | 2.30   | 128.37   | 1.72   |
| 7  | 本次发行  | --       | --     | 1,900.00 | 25.38  |
|    | 合计    | 5,585.00 | 100.00 | 7,485.00 | 100.00 |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 行业增长前景

经历二十年左右的持续大规模公路建设后，我国公路进入了“全面养护时代”；但目前我国养护机械配置水平落后，发展至今年产值仅 50~100 亿元，市场保有量 600~700 亿元，随着我国公路养护体制从“管养一体”向“管养分离”的改革不断深化，公路养护将逐步向专业化、社会化养护过渡，公路养护机械将迎来持续三十年高速发展的黄金期，预计 2020 年养护机械市场规模将达到 10,095 亿元~12,975 亿元，未来十年平均每年新增配置量将达到近 1,000 亿元。目前本行业尚处于发展初期，公路养护机械尤其是新型公路养护机械的市场保有量非常小，行业发展空间巨大，未来十年我国公路养护机械的市场需求会出现急速增长势头。虽然养护观念和养护体制转变到形成现实需求将经历一段时间的过渡期，但未来机械化养护将成为必然趋势，日常性、周期性养护必将成为养护工作的重点，公路养护机械的发展空间巨大。

交通部发布的《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了如下预测：

表4 公路养护机械市场规模预测

| 公路类别 | 预计2020 | 百公里程养护 | 2020 年底里程测算养护机械市场规模(亿元) |
|------|--------|--------|-------------------------|
|------|--------|--------|-------------------------|

|           | 年里程(万<br>公里) | 机械配置价值<br>(万元) | 路面除雪和<br>清洁设备 | 大型沥青<br>路面就地<br>再生设备 | 预防性养<br>护设备 | 养护机械市<br>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 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表5 我国未来几年沥青路面再生设备和成套公路养护设备的市场需求量

| 产品名称                | 2011 年        | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |          |
|---------------------|---------------|--------|--------|--------|----------|
| 沥青路面再生设备市场年需求量（台/套） |               |        |        |        |          |
| 热再生机组               | 12            | 17     | 25     | 35     |          |
| 就地冷再生机              | 63            | 85     | 115    | 155    |          |
| 沥青路面热再生修补车          | 122           | 188    | 260    | 300 以上 |          |
| 成套公路养护设备市场年需求量（台/套） |               |        |        |        |          |
| 路面除雪和<br>清洁设备       | 除雪撒布车         | 820    | 1,080  | 1,350  | 1,600 以上 |
|                     | 除雪机具          | 4,200  | 4,600  | 5,400  | 6,000 以上 |
|                     | 高压清洗车         | 3,000  | 3,600  | 4,200  | 5,000 以上 |
|                     | 灌缝设备          | 1,230  | 1,500  | 1,800  | 2,000 以上 |
| 预防性养护<br>设备         | 沥青路面综合养<br>护车 | 750    | 1,140  | 1,500  | 1,800 以上 |
|                     | 微表处施工车        | 121    | 175    | 235    | 250以上    |
|                     | 沥青洒布车         | 835    | 918    | 1,090  | 1,200 以上 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

公路养护机械行业的市场化程度近年来也在不断提高，生产厂家不断增加，传统的中低端产品领域市场竞争较为激烈，新型的高端产品仅少数国内外企业生产。该领域大致已形成了四大阵营：

1、以公司、英达公司、中交西筑、达刚路机、河南高远等为代表的筑养路机械生产厂家依靠较强的科技开发力度、灵活的经营体制、贴近市场的营销策略，确定了其在行业中的品牌形象和技术优势，占据市场主导地位。

2、以德国维特根公司、美国科来福公司、意大利玛森萨有限公司等为代表的国外厂家，充分运用国外的现代管理经验与先进技术扩

大自身影响力，在高端产品的应用推广和市场开发方面表现积极。

3、以徐工集团、中联重科、三一重工等为代表的重量级工程机械企业，也开始尝试步入公路养护机械行业。

4、以河南路太道路养护机械制造有限公司、江苏瑞德路业有限公司等为代表的一批新兴力量加入养路机械制造行业，经营规模也在不断扩大。

公司现为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组长单位，在业内具有较高的话语权和影响力。

“森远”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，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，公司在业内具有较高的知名度。

公司主要产品的市场占有率情况如下。

#### 1、路面除雪和清洁设备

国内除雪撒布车规模化生产企业的市场占有率并没有权威的第三方统计，根据中国工程机械工业协会筑路机械分会出具的证明，2009 年除雪撒布车的市场占有率由高到低依次为公司、重庆迪马、沈阳德通路桥机械设备有限公司、哈尔滨雪狼除雪机械设备经销有限公司、吉林省公路机械有限公司、中联重科。高压清洗车的主要生产企业为中联重科、福建龙马环卫装备股份有限公司、湖北程力专用汽车有限公司。

#### 2、大型沥青路面就地再生设备

在国内市场方面，公司生产的热再生机组系国内首创。2008 年、2009 年、2010 年公司生产的热再生机组均在国内销量领先，从国内市场热再生机组的累计销量来看，截至 2010 年末，德国维特根及公司各占据了 40%的市场份额，加拿大马泰克公司、加拿大大能公司、芬兰卡罗泰康公司、日本新泻株式会社等 4 家公司各销售了 1 套热再生机组。

**表6 近年来国内市场热再生机组市场销售情况及截至2010 年末的国内市场累计销量情况**

| 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     | 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        |

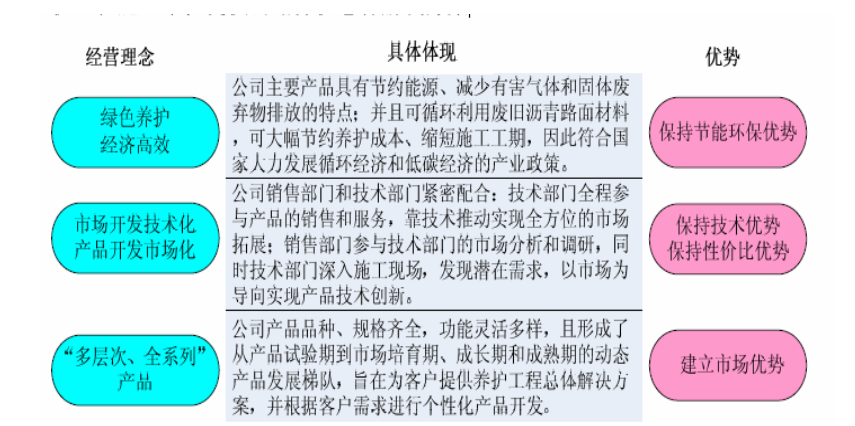
|          |    |   |   |   |
|----------|----|---|---|---|
| 日本新泻株式会社 | 1  | 0 | 0 | 0 |
| 合计       | 20 | 3 | 2 | 3 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

### 3、预防性养护设备

目前国内沥青路面热再生修补车规模化生产企业的市场占有率并没有权威的第三方统计。根据中国工程机械工业协会筑路机械分会出具的证明，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，其他主要生产商还包括英达公司、沈阳北方交通重工集团、威特公路养护设备有限公司等。

图1 公司竞争优势



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

公司本次发行募集资金，主要投向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、基数研发中心建设项目、以及补充其他与主营业务相关的营运资金。

表7 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

| 序号 | 项目名称             | 项目总投资  | 建设期                                      |
|----|------------------|--------|------------------------------------------|
| 1  | 大型沥青路面再生养护设备制造项目 | 12,000 | 4 年(截至2010 年12 月31 日，项目已完成投资6,491.03 万元) |
| 2  | 成套公路养护设备产品升级项目   | 4,000  | 3 年                                      |
| 3  | 技术研发中心建设项目       | 3,000  | 3 年                                      |
|    | 其他与主营业务相关的营运资金   |        |                                          |
|    | 合计               | 19,000 |                                          |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

1、大型沥青路面再生养护设备制造项目：公司已使用自有资金和银行贷款进行了本项目的先期投入，预计将于 2012 年达产。本项目预计建设期为 4 年，第 4 年达到设计生产规模，项目达产后正常经营年份的经济效益指标见表 14。

**表8 大型沥青路面再生养护设备制造项目新增产能及销售情况**

| 产品名称       | 项目名称      | 达产后    |
|------------|-----------|--------|
| 热再生机组      | 新增产能（套）   | 8      |
|            | 新增销售额（万元） | 11,624 |
| 横移式冷再生机    | 新增产能（台）   | 10     |
|            | 新增销售额（万元） | 4,275  |
| 沥青路面热再生修补车 | 新增产能（台）   | 42     |
|            | 新增销售额（万元） | 4,305  |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

**表9 大型沥青路面再生养护设备制造项目达产后主要经济效益指标**

| 序号 | 指标名称           | 单位 | 指标值       |
|----|----------------|----|-----------|
| 1  | 年销售收入          | 万元 | 20,204.00 |
| 2  | 利润总额           | 万元 | 7,172.69  |
| 3  | 税后利润           | 万元 | 6,096.79  |
| 4  | 投资回收期（税后）      | 年  | 3.87      |
| 5  | 财务内部收益率（税后）    | %  | 48.38     |
| 6  | 投资利润率          | %  | 59.77     |
| 7  | 盈亏平衡点（生产能力利用率） | %  | 35.12     |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2、成套公路养护设备产品升级项目：该项目用于现有产品的改造升级，预计 2012 年完成改造。成套公路养护设备项目建设期为 3 年，预计 2012 年完成改造，项目达产后正常经营年份的主要经济效益指标见表 16。

**表10 成套公路养护设备产品升级项目新增产能及销售情况**

| 产品系列      |             | 产品销售计划 |     |     |          |
|-----------|-------------|--------|-----|-----|----------|
|           |             | 第1年    | 第2年 | 第3年 | 改造完成后合计数 |
| 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 | 184      |
| 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  | 67       |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表11 成套公路养护设备产品升级项目达产后主要经济效益指标

| 序号 | 指标名称           | 单位 | 改造前指标值   | 改造后指标值    | 增量效益     |
|----|----------------|----|----------|-----------|----------|
| 1  | 年销售收入          | 万元 | 6,635.00 | 12,820.00 | 6,185.00 |
| 2  | 利润总额           | 万元 | 1,738.00 | 3,375.66  | 1,637.66 |
| 3  | 税后利润           | 万元 | 1,477.30 | 2,869.31  | 1,392.01 |
| 4  | 投资回收期（税后）      | 年  |          | 3.89      |          |
| 5  | 财务内部收益率（税后）    | %  |          | 44.75     |          |
| 6  | 投资利润率          | %  |          | 35.51     |          |
| 7  | 盈亏平衡点（生产能力利用率） | %  |          | 46.63     |          |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司的主营业务为公路养护机械的研发、生产、销售，公司将主营业务产生的收入按产品的用途和性质分为：路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备、预防性养护设备三大类。

采购模式：公司销售部门结合主要产品的销售订单、市场意向性需求情况制定销售计划，生产部根据销售计划安排预产并下达采购计划，供应部响应生产部采购需求进行采购。

生产模式：主要实行“以销定产”的生产模式，坚持订单驱动、计划生产的管理模式。

销售模式：公司产品采用直销的模式，大多数情况下是通过投标的方式获取订单。

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 24.56%和 31.37%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 42.75%和 43.63%。公司的主营业务收入为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的销售收入，三项业务主营业务收入占营业收入比重很大，均在 93%以上。其中，路面除雪和清洁设备的销售收入占比超过 40%，这部分业务保持稳定增长，2009 年和 2010 年较上年同期分别增长 26.26%和 23.91%。

报告期内，公司的综合毛利率较高，2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 59.27%、52.08%和 52.58%。报告期内公司综合毛利率保持在较高水平，其主要原因为：（1）公司提供的公路养护设备在技术上处于国内领先水平；（2）公司具有较强的持续创新能力，新产品不断推出，为盈利能力增长的可持续性提供了保障。

表12 公司营业收入构成 单位: 万元、%

| 项目                | 2010 年度   |        | 2009 年度   |        | 2008 年度  |        |
|-------------------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|
|                   | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额       | 占比     |
| 主营业务收入            | 13,019.24 | 97.70  | 9,490.55  | 93.57  | 7,714.77 | 94.74  |
| 其中: 路面除雪和<br>清洁设备 | 5,760.48  | 43.23  | 4,649.03  | 45.83  | 3,682.23 | 45.22  |
| 大型沥青路面就<br>地再生设备  | 4,871.79  | 36.56  | 2,903.42  | 28.62  | 3,333.33 | 40.93  |
| 预防性养护设备           | 2,386.96  | 17.91  | 1,938.10  | 19.11  | 699.21   | 8.59   |
| 其他业务收入            | 305.98    | 2.30   | 652.52    | 6.43   | 428.38   | 5.26   |
| 其中: 销售材料收<br>入    | 209.9     | 1.58   | 405.89    | 4.00   | 172.11   | 2.11   |
| 维修收入              | 20.84     | 0.16   | 40.43     | 0.40   | 3.65     | 0.04   |
| 设备租赁收入            | 75.24     | 0.56   | 206.2     | 2.03   | 252.62   | 3.10   |
| 合计                | 13,325.22 | 100.00 | 10,143.07 | 100.00 | 8,143.15 | 100.00 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表13 产能利用率情况 单位: 台标准产品

| 项目                 | 2010 年 | 2009 年 | 2008 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 路面除雪和清洁设备产量        | 217.50 | 121.65 | 126.85 |
| 大型沥青路面就地再生设备<br>产量 | 62.50  | 62.50  | 90.00  |
| 预防性养护设备产量          | 62.60  | 54.40  | 15.80  |
| 产量合计               | 342.60 | 238.55 | 232.65 |
| 公司总产能              | 250.30 | 173.95 | 173.95 |
| 产能利用率(%)           | 136.88 | 137.14 | 133.75 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表14 报告期公司主要产品的销售情况

| 产品系列                 | 项目       | 2010年    | 2009年    | 2008年    |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 路面除雪<br>和清洁设<br>备    | 销量(台/套)  | 305      | 217      | 199      |
|                      | 销售收入(万元) | 5,760.48 | 4,649.03 | 3,682.23 |
|                      | 销售收入占比   | 44.25%   | 48.99%   | 47.73%   |
| 大型沥青<br>路面就地<br>再生设备 | 销量(台/套)  | 3        | 2        | 2        |
|                      | 销售收入(万元) | 4,871.79 | 2,903.42 | 3,333.33 |
|                      | 销售收入占比   | 37.42%   | 30.59%   | 43.21%   |
| 预防性养<br>护设备          | 销量(台/套)  | 57       | 61       | 21       |
|                      | 销售收入(万元) | 2,386.96 | 1,938.10 | 699.21   |
|                      | 销售收入占比   | 18.33%   | 20.42%   | 9.06%    |
| 合计                   | 销量(台/套)  | 365      | 280      | 222      |

|          |           |          |          |
|----------|-----------|----------|----------|
| 销售收入(万元) | 13,019.24 | 9,490.55 | 7,714.77 |
|----------|-----------|----------|----------|

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

公司的业务收入主要集中在我国东部沿海和北方地区。

表15 按地区分类的产品销售收入 单位: 万元、%

| 产品类别 | 2010 年    |        | 2009 年   |        | 2008 年   |        |
|------|-----------|--------|----------|--------|----------|--------|
|      | 金额        | 比例     | 金额       | 比例     | 金额       | 比例     |
| 华北   | 1,260.94  | 9.69   | 2,625.01 | 27.66  | 1,328.15 | 17.22  |
| 华南   | -         | -      | 171.97   | 1.81   | 85.47    | 1.11   |
| 华东   | 2,630.78  | 20.21  | 1,122.91 | 11.83  | 3,169.04 | 41.07  |
| 华中   | 2,246.07  | 17.25  | 498.89   | 5.26   | 507.84   | 6.58   |
| 东北   | 3,653.26  | 28.06  | 3,886.35 | 40.95  | 423.20   | 5.49   |
| 西北   | 2,964.52  | 22.77  | 935.44   | 9.86   | 2,142.12 | 27.77  |
| 西南   | 263.68    | 2.03   | 250.00   | 2.63   | 58.94    | 0.76   |
| 合计   | 13,019.24 | 100.00 | 9,490.55 | 100.00 | 7,714.77 | 100.00 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表16 公司按产品类别区分的毛利构成及毛利率情况 单位: 万元、%

| 产品类别              | 2010 年   |       | 2009 年   |       | 2008 年   |       |
|-------------------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
|                   | 毛利       | 毛利率   | 毛利       | 毛利率   | 毛利       | 毛利率   |
| 主营业务              | 6,832.87 | 52.48 | 5,019.98 | 52.89 | 4,547.50 | 58.95 |
| 其中: 路面除雪和清<br>洁设备 | 2,387.72 | 41.45 | 2,251.53 | 48.43 | 2,004.47 | 54.44 |
| 大型沥青路面就地<br>再生设备  | 3,199.99 | 65.68 | 1,785.74 | 61.50 | 2,176.27 | 65.29 |
| 预防性养护设备           | 1,245.17 | 52.17 | 982.71   | 50.70 | 366.75   | 52.45 |
| 其他业务              | 173.59   | 56.73 | 262.19   | 40.18 | 279.12   | 65.16 |
| 其中: 销售材料          | 93.85    | 44.71 | 62.49    | 15.40 | 42.09    | 24.46 |
| 维修                | 12.69    | 60.88 | 20.56    | 50.85 | 2.12     | 58.08 |
| 设备租赁              | 67.05    | 89.12 | 179.14   | 86.88 | 234.91   | 92.99 |
| 合计                | 7006.46  | 52.58 | 5282.17  | 52.07 | 4826.62  | 59.27 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表17 截至2011.1.19, 公司已签订并将于2011 年执行的订单情况 单位: 万元

| 产品类别 | 已签订合<br>同金额 | 预计收<br>入 | 预计成本 | 预计毛利 | 预计毛<br>利率<br>(%) |
|------|-------------|----------|------|------|------------------|
|------|-------------|----------|------|------|------------------|

|              |          |          |          |          |        |
|--------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 路面除雪和清洁设备    | 5,252.42 | 4,489.25 | 2,030.13 | 2,459.12 | 54.78% |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 2,350.00 | 2,059.40 | 609.00   | 1,450.40 | 70.43% |
| 预防性养护设备      | 250.18   | 213.83   | 124.73   | 89.10    | 41.67% |
| 合计           | 7,852.60 | 6,762.48 | 2,763.85 | 3,998.63 | 59.13% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 24.56%和 31.37%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 42.75%和 43.63%。公司主营业务增速较快。

2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 59.27%、52.08%和 52.58%。公司的综合毛利率较高。

表18 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

| 项 目           | 2009年     |       | 2008年     |       | 2007年    |
|---------------|-----------|-------|-----------|-------|----------|
|               | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   | 金额       |
| 营业收入          | 13,325.22 | 31.37 | 10,143.07 | 24.56 | 8,143.15 |
| 营业利润          | 4,147.54  | 41.46 | 2,931.93  | 45.80 | 2,010.90 |
| 净利润           | 3,807.85  | 43.63 | 2,651.18  | 42.75 | 1,857.17 |
| 扣除非经常性损益后的净利润 | 3,511.83  | 41.42 | 2,483.23  | 45.34 | 1,708.57 |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表19 可比上市公司的毛利率情况

| 证券代码      | 简称   | 毛利率   |       |       |       | 净利率   |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | 07Y   | 08Y   | 09Y   | 10Q3  | 07Y   | 08Y   | 09Y   | 10Q3  |
| 600565.sh | 迪马股份 | 23.54 | 23.44 | 18.44 | 21.64 | 20.76 | 10.81 | 3.30  | 0.69  |
| 000157.sz | 中联重科 | 28.63 | 27.36 | 25.72 | 28.53 | 14.83 | 11.76 | 11.65 | 12.82 |
| 300103.sz | 达刚路机 | 55.95 | 57.56 | 54.13 | 51.95 | 37.93 | 38.00 | 34.55 | 34.11 |
|           | 平均   | 36.04 | 36.12 | 32.76 | 34.04 | 24.51 | 20.19 | 16.50 | 15.87 |
| A11034.SZ | 森远路桥 | 0.00  | 59.27 | 52.08 | 0.00  | 0.00  | 22.81 | 26.14 | 0.00  |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2008-2010 年，公司应收账款周转率分别为 2.98、2.31、1.95，公司应收账款余额较大是导致应收账款周转率较低的主要原因。一方面，各省交通厅、公路局、高速公路管理局及市政环卫部门等行政事业单位是公司的重要客户，该类客户信誉良好，但拨款周期较长，公司给予了比较宽松的信用政策。另一方面，由于公司的产品单价较高，

部分客户使用分期付款的结算方式，导致应收账款余额进一步增大。

2008 年至 2010 年的存货周转率分别为 3.22 次、2.87 次和 2.75 次。存货周转率逐期下降是因为随着公司的业务规模不断扩张，期末存货余额迅速增加所致，对公司资产周转能力不会构成不利影响。

**表20 公司应收账款周转率、存货周转率情况**

| 财务指标         | 2010 年度 | 2009 年度 | 2008 年度 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 应收账款周转率（次/年） | 2.98    | 2.31    | 1.95    |
| 存货周转率（次/年）   | 2.75    | 2.87    | 3.22    |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

### 业绩预测

预计募投项目 2012 年达产，我们测算 2011-2014 年归属于母公司所有者的净利润将实现年递增 28.12%、137.44%、1.71%和 0.14%，相应的稀释后每股收益为 0.65 元、1.55 元、1.57 元和 1.58 元。

**表 21 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元**

| 指 标          | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 现有业务         |          |          |          |          |
| 销售量（台）       |          |          |          |          |
| 路面除雪和清洁设备    | 310.00   | 310.00   | 310.00   | 310.00   |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 4.00     | 4.00     | 4.00     | 4.00     |
| 预防性养护设备      | 60.00    | 60.00    | 60.00    | 60.00    |
| 销售价格（万元/台）   |          |          |          |          |
| 路面除雪和清洁设备    | 19.00    | 19.00    | 20.00    | 20.00    |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 1,650.00 | 1,650.00 | 1,680.00 | 1,680.00 |
| 预防性养护设备      | 42.00    | 42.00    | 48.00    | 48.00    |
| 主营业务         | 53.40%   | 53.40%   | 53.40%   | 53.40%   |
| 其中：路面除雪和清洁设备 | 41.00%   | 41.00%   | 41.00%   | 41.00%   |
| 大型沥青路面就地再生设备 | 65.00%   | 65.00%   | 65.00%   | 65.00%   |
| 预防性养护设备      | 52.00%   | 52.00%   | 52.00%   | 52.00%   |
| 其他业务         | 57.20%   | 57.56%   | 57.93%   | 58.31%   |
| 其中：销售材料      | 45.00%   | 45.00%   | 45.00%   | 45.00%   |
| 维修           | 60.00%   | 60.00%   | 60.00%   | 60.00%   |
| 设备租赁         | 89.00%   | 89.00%   | 89.00%   | 89.00%   |
| 综合毛利率        | 53.48%   | 53.50%   | 53.52%   | 53.55%   |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

**表 22 募集资金项目盈利预测 单位：万元**

|       | 2011E | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 2,783 | 26,389 | 26,389 | 26,389 |

|         |       |        |        |        |
|---------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总成本   | 2,046 | 17,579 | 17,579 | 17,579 |
| 营业成本    | 1,428 | 11,719 | 11,719 | 11,719 |
| 营业税金及附加 | 33    | 317    | 317    | 317    |
| 销售费用    | 264   | 2,507  | 2,507  | 2,507  |
| 管理费用    | 264   | 2,507  | 2,507  | 2,507  |
| 财务费用    | 56    | 528    | 528    | 528    |
| 利润总额    | 737   | 8,810  | 8,810  | 8,810  |
| 减：所得税   | 111   | 1,322  | 1,322  | 1,322  |
| 净利润     | 626   | 7,489  | 7,489  | 7,489  |

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 23 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

| 指标名称          | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 133.25 | 181.34 | 417.78 | 426.11 | 426.58 |
| 营业总成本         | 91.78  | 123.94 | 281.49 | 287.48 | 287.77 |
| 营业成本          | 63.19  | 85.68  | 188.75 | 192.89 | 193.07 |
| 营业税金及附加       | 0.96   | 1.56   | 4.40   | 4.46   | 4.47   |
| 销售费用          | 12.62  | 17.23  | 39.69  | 40.48  | 40.53  |
| 管理费用          | 13.16  | 18.30  | 40.77  | 41.62  | 41.66  |
| 财务费用          | 2.22   | 1.17   | 7.89   | 8.04   | 8.04   |
| 资产减值损失        |        |        |        |        |        |
| 其他经营收益        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动净收益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 汇兑净收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润          | 41.48  | 57.40  | 136.28 | 138.62 | 138.81 |
| 加：营业外收入       | 3.50   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 减：营业外支出       | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额          | 44.96  | 57.40  | 136.28 | 138.62 | 138.81 |
| 减：所得税         | 6.88   | 8.61   | 20.44  | 20.79  | 20.82  |
| 加：未确认的投资损失    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 净利润           | 38.08  | 48.79  | 115.84 | 117.83 | 117.99 |
| 减：少数股东损益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 38.08  | 48.79  | 115.84 | 117.83 | 117.99 |
| 摊薄 EPS（元）     | 0.509  | 0.652  | 1.548  | 1.574  | 1.576  |

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 新产品开发及市场拓展风险

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，但如果公司对相关技术、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。

### 市场竞争风险

公司的市场竞争风险主要来自于已经在国内市场开拓多年、建立了一定市场地位的国外著名企业或已经涉足或刚刚进入本行业的国内大型工程机械企业。虽然公司经过多年发展，已具备了较强的先发优势，并建立起较高的技术壁垒，但由于大型工程机械企业（如徐工集团、三一重工、中联重科等企业）在技术研发能力、规模、生产及市场方面具有较为明显的优势，如其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。

### 核心技术人员及核心技术流失的风险

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。虽然公司十分重视对核心技术的保密，及时将研发成果申请专利，但如果核心技术人员流动、公司技术保密措施的执行不严以致技术泄密，或专利保护措施不力，均可能削弱公司的技术优势，对公司的竞争力产生不利影响。

### 应收账款余额较大的风险

报告期内公司应收账款的期末余额较大，2008 年末、2009 年末及 2010 年末公司应收账款占流动资产的比例分别为 38.31%、30.20%和 25.98%，占总资产的比例分别为 24.25%、19.88%和 16.98%。报告期内应收账款回款情况良好。但是，随着公司经营规模的扩大，应收账款可能会进一步增加；如果出现应收账款不能按期或无法收回，将对公司的盈利水平、现金流量和资产周转率产生不利影响。

## ■ 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同类公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 75.76 倍、45.57 倍和 27.44 倍。A 股最近上市的创业板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 47.10 倍、40.74 倍和 32.31 倍。

表 24 同行业上市公司估值比较

| 股票代码      | 公司简称 | 股价    | 每股收益 (元/股) |       |       | 市盈率 (倍) |       |       |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|---------|-------|-------|
|           |      |       | 2009A      | 2010E | 2011E | 2009A   | 2010E | 2011E |
| 600565.sh | 迪马股份 | 5.25  | 0.04       | 0.08  | 0.17  | 131.91  | 67.31 | 30.88 |
| 000157.sz | 中联重科 | 16.98 | 0.41       | 0.79  | 1.12  | 41.14   | 21.57 | 15.21 |
| 300103.sz | 达刚路机 | 38.30 | 0.71       | 0.80  | 1.06  | 54.24   | 47.83 | 36.22 |
| 平均值       |      |       |            |       |       | 75.76   | 45.57 | 27.44 |

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (4 月 8 日收盘价)

表 25 最近上市 (创业板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

| 股票代码      | 公司简称 | 股价    | 每股收益 (元/股) |       |       |       | 市盈率 (倍) |       |       |       |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2009A      | 2010E | 2011E | 2012E | 2009A   | 2010E | 2011E | 2012E |
| 300192.SZ | 科斯伍德 | 23.41 | 0.62       | 0.64  | 0.72  | 1.06  | 37.76   | 36.58 | 32.46 | 22.06 |
| 300193.SZ | 佳士科技 | 24.64 | 0.56       | 0.60  | 0.80  | 1.14  | 44.00   | 41.07 | 30.66 | 21.57 |
| 300194.SZ | 福安药业 | 38.42 | 0.91       | 1.23  | 1.23  | 1.65  | 42.22   | 31.24 | 31.31 | 23.30 |
| 300195.SZ | 长荣股份 | 36.56 | 0.81       | 1.07  | 1.29  | 1.71  | 45.14   | 34.17 | 28.23 | 21.40 |
| 300196.SZ | 长海股份 | 20.43 | 0.35       | 0.55  | 0.64  | 0.97  | 58.37   | 37.15 | 31.92 | 21.13 |
| 300197.SZ | 铁汉生态 | 72.16 | 1.30       | 1.02  | 1.91  | 2.98  | 55.51   | 70.51 | 37.81 | 24.21 |
| 300198.SZ | 纳川股份 | 30.50 | 0.75       | 0.82  | 0.99  | 1.72  | 40.56   | 37.20 | 30.84 | 17.76 |
| 300199.SZ | 翰宇药业 | 29.20 | 0.48       | 0.70  | 0.82  | 1.12  | 60.83   | 41.71 | 35.61 | 26.07 |
| 300200.SZ | 高盟新材 | 21.02 | 0.43       | 0.49  | 0.69  | 1.09  | 48.88   | 42.90 | 30.62 | 19.33 |
| 300201.SZ | 海伦哲  | 23.00 | 0.61       | 0.66  | 0.68  | 0.99  | 37.70   | 34.85 | 33.68 | 23.34 |
| 平均值       |      |       |            |       |       |       | 47.10   | 40.74 | 32.31 | 22.02 |

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (4 月 8 日收盘价)

### 公司可给的估值水平及报价区间

我们认为,给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 22.82-27.38 元。

从 2010 年至今的上市创业板股票来看,截至 4 月 8 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 4.82%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 10%的折让,建议询价区间为 20.54-24.64 元,对应的 2010 年市盈率区间为 40.36-48.43 倍。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定义                        |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定义                            |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。