

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 lijia5@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘 军 (8621) 68751829 Lijia5@cjsc.com.cn

联系人： 李 佳 (8621) 68751829 Lijia5@cjsc.com.cn

2011 收益前低后高，增长来自西部及海外

事件描述

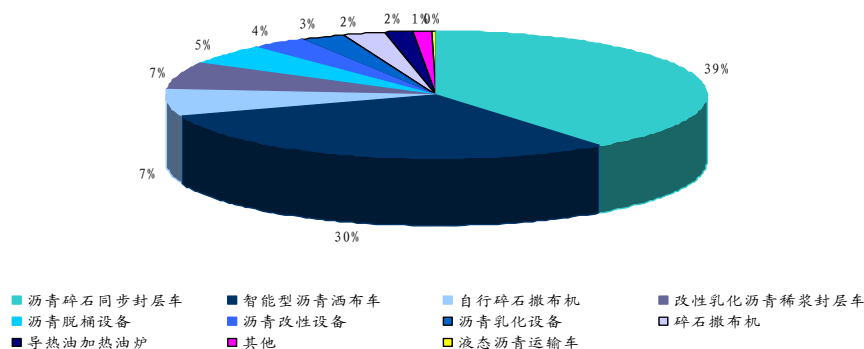
2011 年 5 月 12 日，我们赴西安达刚路机调研：

1. 公司上半年业绩增长平稳，虽然受到一季度气候影响，客户推迟开工导致公司销售收入和净利润分别下降 36.95% 和 54.58%，但二季度公司订单饱满，上半年公司业绩仍有望保持平稳增长；
2. 我们预计公司全年收入增长有望超过 30%，保守预计收入可达 2 亿元；
3. 市场竞争导致公司毛利率下滑 9.32%，但全年毛利率将不低于一季度；
4. 业绩超预期看海外出口业务和以新疆为代表的西部地区增长；

事件评论

公司专业从事筑路机械设备的开发、设计、销售和技术服务，主营产品包括智能沥青洒布设备、沥青碎石同步封层设备以及沥青加热、存储、运输、深加工设备。沥青智能洒布设备市场占有率达 31.25%。公司 2010 年实现销售收入 1.53 亿，净利润 5232 万，较上年分别增长 14.63% 和 13.4%。目前公司正积极开拓海外市场，如 4-5 月竞标斯里兰卡养路工程项目，该项目工程总投资额达 1-1.5 亿美元，其中设备投资额达人民币 8000 万-1 亿人民币。沥青碎石同步封层车和智能型沥青洒布车两大系列收入占比共达 66.85%，两大系列产品毛利率分别达 49.76% 和 53.98%。

图 1：2010 年公司销售收入构成



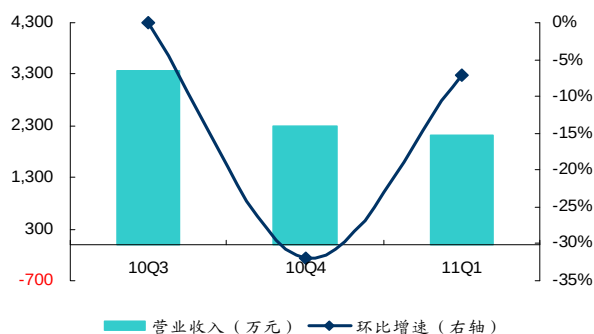
资料来源：长江证券研究部，公司报告

第一，一季度利润下滑对公司全年收入影响不大，上半年业绩将稳定增长，我们预计全年利润有望实现 30% 增长

2011 年一季度公司销售收入和净利润同比分别下降 36.95% 和 54.58%，主要原因有以下两点：

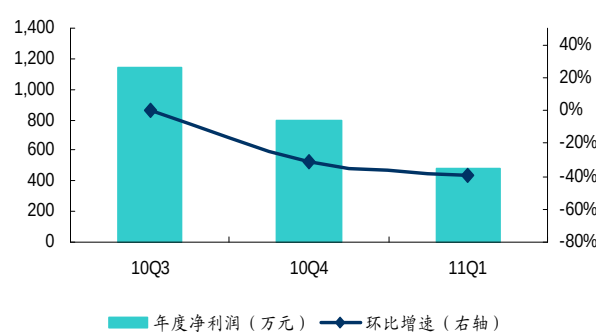
- 由于沥青路面施工温度不能低于 10 摄氏度，一季度、四季度是公司产品销售淡季。2011 年一季度天气较往年偏冷导致公司产品销售较少；
- 2010 年地方养路企业为迎接 2011 年全国公路养护工作年检，提早购买设备，导致 2010 年一季度基数较高。

图 2：2010Q3-2011Q1 单季度收入及同比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 3：2010Q3-2011Q1 单季度净利润及同比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

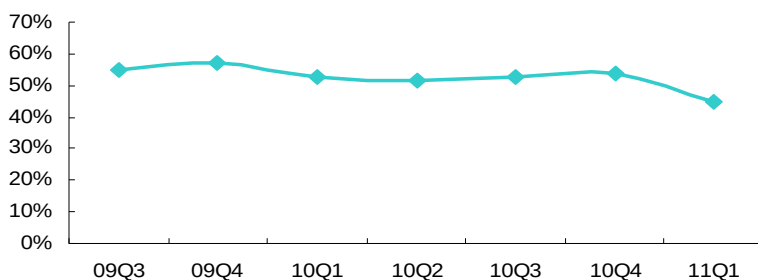
虽然一季度利润大幅下滑，但影响不大，上半年公司业绩将平稳增长。全年有望实现销售收入 2 亿，同比增长 30%：

- 二季度销售情况良好，上半年收入和利润有望与去年同期持平；
- 西部地区销售旺盛，截止 5 月上半月，公司新接订单已达到去年同期水平。新疆地区销售增长尤为明显，预计 5 月仍将保持稳定增长。
- 公司一期募投项目已经建成，计划 5 月末搬迁。新厂房的投入将提升公司全年产能 50%，预计产销率将达到 95%。

第二，市场竞争导致公司毛利下降 9.32%，但 2011 全年综合毛利率将不低于一季度

- 公司部分主营产品市场竞争激烈，公司通过降价的方式应对，一季度毛利率下降到 44.53%；
- 公司新产品 DGL5163GLQ 沥青洒布车将于下半年投放市场，由于前期产品试验推广时的客户反馈非常好，部分客户已愿意下订单。预计下半年新产品将成为公司利润增长点。

图 4：2009Q3-2011Q1 公司单季度毛利率对比



资料来源：长江证券研究部，公司报告

第三，业绩超预期看点在海外市场和以新疆为代表的西部地区增长

- 公司目前正在竞标斯里兰卡公路养护项目，总投资额为 1-1.5 亿美元，其中设备的投资额达到 0.8-1 亿人民币。斯里兰卡方与公司有长期密切的合作关系，达刚曾为对方培养过多批工程技术人员，斯里兰卡对达刚路机的设备比较熟悉，这将有利于公司在招标中占据优势；
- 公司积极应对新疆建设在今后几年带来的机会，目前已在当地建立销售代表处，同时配备大量销售人员。截止 5 月中，公司在新疆地区的销售情况良好，未来订单量还将持续稳定增长。

第四，公司与客户的良好关系和过硬的开发实力是公司不断推陈出新的保证

- 公司常年与客户和基层养护单位保持紧密联系，客户对产品提出的各种修改意见和整改方案都受到公司极大重视。当客户提出将沥青喷洒和灌缝两种设备进行集成后，公司根据客户想法积极响应，凭借过硬的开发实力很快推出新产品 DGL5163GLQ 沥青洒布车。试用后用户反响很好，预计下半年该产品投放市场后订单将快速增长。

第五，公司募投项目进展顺利，一期工程投产后全年产能提升空间达 50%

- 截止 5 月初，公司一期募投项目已经竣工，在原有厂房 2 千平方米的基础上，新增厂房面积 1.2 万平米。公司目前产能压力大，已达满产满销状态。公司正在新厂房安装相关设备，争取做到搬迁后可立即开工。
- 2011 年计划完成国内 7 个办事处的布点任务，继一季度完成新疆（乌鲁木齐）、华北（石家庄）及东北（沈阳）三个地区办事处建立后，4 月公司又完成昆明代表处的设立。为了提高产品的海外销量，公司已建立斯里兰卡办事处，目前正在参与非洲客户的道路筑养护设备竞标。

第六，维持公司“谨慎推荐”评级

道路养护设备市场增长空间巨大，预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.58 和 0.79，但目前公司估值略高，给予公司谨慎推荐评级

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	153	207	291	415	货币资金	538	502	474	575
营业成本	73	99	140	200	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	80	108	152	215	应收账款	36	48	67	94
% 营业收入	52.2%	52.1%	52.1%	51.9%	存货	43	59	83	118
营业税金及附加	1	2	3	4	预付账款	1	2	2	3
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	11	14	20	28	流动资产合计	620	612	627	793
% 营业收入	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	12	16	23	33	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-5	-5	-5	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	-0.3%	-2.5%	-1.7%	-1.3%	固定资产合计	37	124	220	210
资产减值损失	1	1	1	2	无形资产	14	13	13	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	55	80	110	154	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	35.9%	38.4%	37.6%	37.0%	资产总计	672	751	861	1017
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	61	80	110	154	应付款项	24	32	45	65
% 营业收入	40.2%	38.4%	37.6%	37.0%	预收账款	3	4	5	7
所得税费用	9	12	16	23	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	52	68	93	131	应交税费	3	4	5	8
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	2	3
的净利润	52.3	67.7	93.3	130.6	流动负债合计	31	42	59	84
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.44	0.58	0.79	1.11	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	52	48	71	104	负债合计	31	42	59	84
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	641	709	802	933
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	641	709	802	933
固定资产投资	-16	-90	-105	-8	负债及股东权益	672	751	861	1017
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-16	-90	-105	-8		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.445	0.575	0.793	1.110
股权融资	459	0	0	0	BVPS	9.81	10.85	6.82	7.93
银行贷款增加（减少）	-10	0	0	0	PE	77.78	60.14	43.61	31.16
筹资成本	1	5	5	5	PEG	2.18	1.69	1.22	0.87
其他	-22	0	0	0	PB	3.53	3.19	5.07	4.36
筹资活动现金流净额	427	5	5	5	EV/EBITDA	62.00	46.23	31.31	20.97
现金净流量	463	-36	-29	101	ROE	8.2%	9.5%	11.6%	14.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。