

产业链纵向延伸可期，发展瓶颈或解

研究结论

- **不断推陈出新成为公司的护城河。**公司是专用沥青路面施工机械制造商，属于特种改装车辆制造业。行业有着品种多，产品实用性强，规模经济难以适用的行业属性。公司不断开发新产品，引领国内沥青路面施工设备的技术创新与装备升级，行业地位稳固。达刚路机产品在填补多个国内空白的同时，产品远销海外，在多个新兴经济体建立起自身的销售网络，打造自身品牌。2010年公司实现销售收入1.53亿，盈利能力在特种车辆和工程机械中具备明显优势。身处充分竞争市场，公司的渠道建设成为成长的关键因素。
- **存量需求依然旺盛，节能减排推动装备升级。**首先，新建公路建设放缓是需求的表现现象，公路维修需求已成为行业主导。其次，路面建设是投资主导型行业，多个西部区域公路建设计划得到发改委批复，沥青公路建设的刚性需求大。未来三年路面施工总量增速超过5%是大概率事件。我们预计未来三年沥青机械行业增速将在10%左右，其中高端产品占比也将逐年提高。公司位于西部重要门户西安，区位优势明显；智能沥青撒布设备能明显减少沥青使用量，在节能减排的大背景下，有望形成进口替代和装备升级。
- **海外营销模式获得巨大突破，成为公司新的增长极。**新兴经济体的基建需求预期将成为市场空间的新增量，2010年公司直接出口比重不到1%。竞标海外工程有望解决公司对工程施工的路径依赖，成为发展转型的关键。根据近期公告，公司拟参与斯里兰卡二期公路升级改造竞标，规模预计为1~1.5亿美元。如果此次直接竞标海外工程总包业务成功，公司经营模式上将有重大变化，公司的盈利能力将更加稳定。值得注意的是，公司海外渠道建设投入大、可复制性强，海外销售将由间接转为直接，由传统改装车制造商向道路施工总包转变，市场空间的拓展也相当可观。鉴于公司的产能释放和海外工程的间接出口需求，公司未来三年公司的市场占有率有望提高到20%，销售收入有望突破4.5亿。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测2011-2013年公司全面摊薄的EPS分别为：0.60；0.87和1.35元。2011年特种机械设备行业平均市盈率28倍，鉴于公司对订单的敏感性较高，我们给予公司2011年25倍市盈率，对应目标价为15元，首次给予公司增持评级。
- **催化剂：**海外出口订单的可能中标有望提高公司的业绩成长的稳定性，盈利模式的转变也可能将提高市场空间。
- **风险因素：**知识产权受到侵犯带来的风险和下游单一、路径依赖带来的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

zhoufw@orientsec.com

执业证书编号：S0860200010048

联系人

胡耀文

8621-50366888×6103

huyaowen@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2011年6月23日) 14.20元

目标价格 15.00元

总股本/流通股(亿股) 1.18/0.29

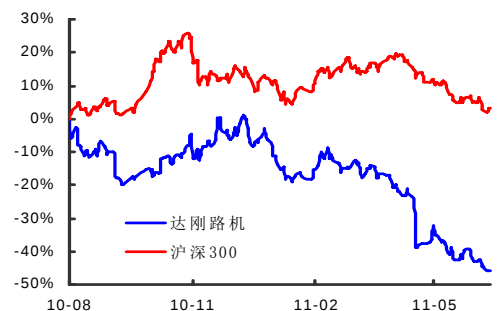
A股市值(亿元) 16.22

国家/地区 中国

行业 机械制造

报告发布日期 2011年6月23日

股价表现



重要财务指标

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	153	212	297	464
同比(%)	15%	38%	41%	56%
归属母公司净利润	52	70	102	158
同比(%)	13%	34%	46%	55%
毛利率(%)	52.2%	49.6%	51.9%	52.3%
ROE(%)	8.2%	10.8%	13.6%	17.5%
每股收益(元)	0.80	0.60	0.87	1.35
P/E(倍)	32.71	24.45	16.77	10.81
P/B(倍)	2.67	2.29	1.89	1.58
EV/EBITDA(倍)	13	10	6	4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

技术密集型造就高壁垒	4
专用性和多样性造就行业高附加值	4
商业模式成熟，渠道成为公司发展关键因素	5
更新保养需求日趋强烈，内销稳步增长可期.....	6
区位优势独享西部振兴，产业升级拉动市场需求	7
装备升级增加高端设备市占率.....	9
新兴市场成为公司新增长极	11
商业模式升级匹配海外需求成为关键点	11
工程总包尚需时日，设备需求助力高成长	12
盈利预测与估值	14
核心假设及盈利预测	14
相对估值	15
风险提示	16
产品下游单一路径依赖带来的风险	16
产权被侵犯带来的风险	16

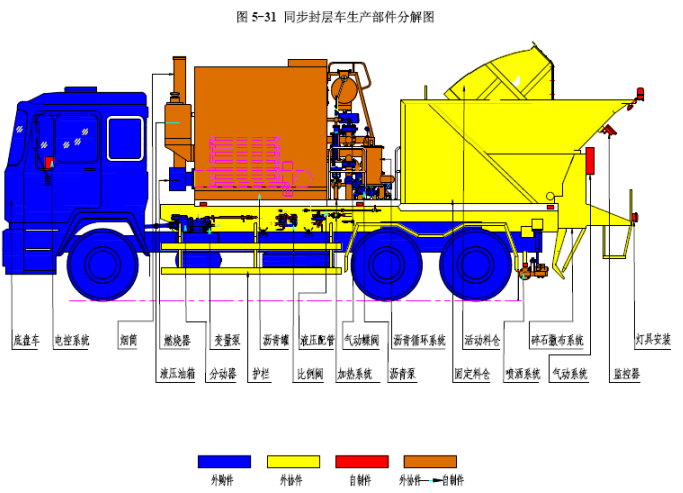
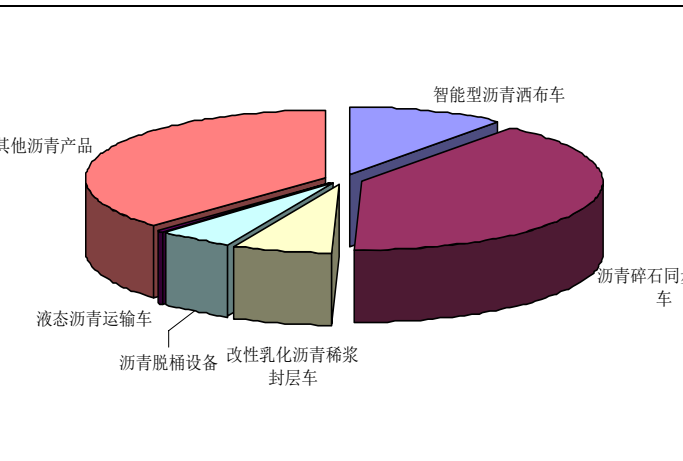
图表目录

公司产品沥青碎石同步分层车图片	4
公司自制零部件示意图	4
非洲某国定制化的半挂式液态沥青运输车图片	4
公司产品结构图	4
同行业公司盈利能力一览	5
前五大供应链情况	5
前五大客户情况	6
新建与修复公路总里程（千公里）	6
公路建设的格局与汽车保有量走势	7
今年以来批准的区域道路建设规划	7
沥青路面总公里数与施工占比走势图	8
高端沥青产品在节能环保领域的示意图	9
沥青混凝土摊铺工艺图	10
沥青碎石层铺工艺图	10
沥青设备的市场需求走势	11
对外承包工程出口货物维持在历史高位	11
已有出口工程相关业务一览	12
海外潜在市场容量相当可观	12
公司产品的市场份额将明显提升	14
盈利预测根据产品结构	14
机械行业估值参数	15
附图：相关上市公司近期资金流向	18

技术密集型造就高壁垒

公司主要产品智能型沥青洒布车、同步封层车和稀浆封层车等，系在二类底盘上加装专用机械设备的路面施工专用车辆制造业。其他产品沥青脱桶设备、沥青改性设备其他专用设备制造业。

2011 年 5 月 17 日，达刚路机发往非洲某国的半挂式液态沥青运输车数套设备在公司总装基地启运，这是该设备 2011 年首次批量交付海外客户。此批设备是为该国客户量身定制的，是具有完全自主知识产权和国际领先水平的专业沥青加热、存储和保温设备。

公司产品沥青碎石同步封层车图片 	公司自制零部件示意图 图 5-31 同步封层车生产部件分解图 
非洲某国定制化的半挂式液态沥青运输车图片 	公司产品结构图 

资料来源：公司网站；公司公告；东方证券研究所

专用性和多样性造就行业高附加值

专用改装车辆不用于通用大型工程机械装备，概括其行业特征如下：

- 路面的施工和养护作业都是由许多不同的工序组成的，每一工序都有其特殊要求，需要专门的机械设备完成，因而形成了路面机械在功能上的专用性和品种上的多样性。不具备土方机械、载重汽车的通用性、广泛性。这一特点决定了**路面机械品种多、难以做到单一产品的大规模生产**。
- 路面机械专用性和多样性的特点导致大多数路面机械的制造企业将技术开发的重点放在作业工艺、工作装置和控制系统的创新上。在总体设计上**注重解决系统和各部件之间的合理匹配与组合**，在生产制造系统上注重加强金属结构测试、电装和总装调试等环节，而对于发动机、传动部件、行走装置等基础部件则尽可能采用通用成熟产品。
- 路面机械在技术发展中另一个鲜明的特点是比一般的工程机械更迫切地要求获得机电一体化技术的支持，这同样是由于对路面机械作业质量日益提高的要求而引起的。因此，路面机械在工程机械行业中是接受最新科技的渗透和改造较快的一个细分行业，也是定制化要求最高的车型。

同行业公司盈利能力一览

证券代码	证券简称	2010		2009		2008		2007	
		销售毛利率	销售净利率	销售毛利率	销售净利率	销售毛利率	销售净利率	销售毛利率	销售净利率
600031.SH	三一重工	36.85	18.15	32.34	14.37	29.96	10.73	34.56	20.84
000157.SZ	中联重科	30.34	14.25	25.72	11.65	27.36	11.76	28.63	14.83
000425.SZ	徐工机械	21.69	11.57	19.36	8.27	7.87	3.04	7.57	0.75
000528.SZ	柳工	22.43	10.08	21.12	8.52	16.00	3.69	19.02	7.47
600815.SH	厦工股份	16.72	5.99	14.47	2.11	15.61	3.16	15.21	4.20
600375.SH	星马汽车	12.24	6.74	10.28	3.13	10.11	1.21	8.79	1.87
002111.SZ	威海广泰	32.36	12.85	31.87	12.17	34.13	14.76	32.63	15.79
300210.SZ	森远股份	52.58	28.58	52.08	26.14	59.27	22.81		
300103.SZ	达刚路机	52.24	34.19	54.13	34.55	57.56	38.00	55.95	37.93

资料来源：Wind；东方证券研究所

商业模式成熟，渠道成为公司发展关键因素

上游采购一般为标准化的外协件，供货商长期稳定。改装车市场的盈利模式已经较为成熟，公司外协产品基本为标准件，区域内配套企业比较完善，加工能力与产品流程控制都能得到保障。公司的外协产品比重较大，但长期来看，供应链关系稳定，成为公司发展制约因素的概率较小。

前五大供应链情况

前五大供应商	2007	2008	2009
1	陕西重型汽车有限公司（载货车底盘）	陕西重型汽车有限公司	陕西重型汽车有限公司
2	陕西省户县西秦机械厂（外协结构件）	陕西省户县西秦机械厂	陕西省户县西秦机械厂
3	陕西兴瑞达机械制造有限公司（外协结构件）	陕西新兴纪元汽车销售有限公司	北京海纳创为液压系统技术有限公司
4	西安户县恒兴机械厂（外协结构件）	西安户县恒兴机械厂	西安户县恒兴机械厂
5	北京晋亿福马环境科技有限公司（战略采购液压件）	西安金茂科技有限公司	西安金茂科技有限公司
总成本占比	52.20%	49.31%	45.02%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

下游行业主要是大型国字头公路建设承包商，商业信用等级较高。下游行业对设备智能化、施工质量和高效的要求苛刻，成为公司真正的核心竞争力。从公司的发展周期看，处于渠道建设的关键发展期，核心战略客户的培养成为公司发展的关键。

前五大客户情况

前五大客户	2007	2008	2009
1	中国路桥工程有限责任公司	中国铁道建筑总公司	中国航空技术深圳有限公司
2	乌鲁木齐阿尔狼进出口贸易公司	中国路桥工程有限责任公司	中国铁建股份有限公司
3	中铁二十局集团第二工程有限公司	安哥拉印柯公司	中国航空技术北京有限公司
4	淄博一飞贸易有限公司	汕头市达濠市政建设邵永高速公路	中国路桥工程有限责任公司
5	中国建筑第三工程局	镇江江大机械设备有限公司	中铁七局集团有限公司
总占比	25.17%	35.33%	35.01%

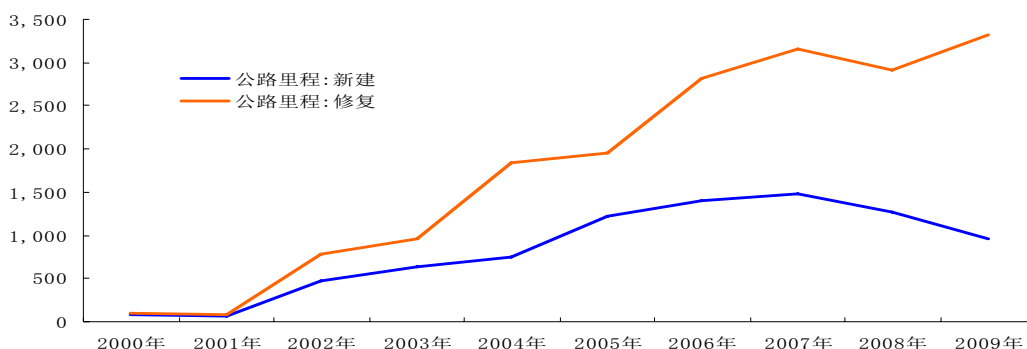
资料来源：公司公告；东方证券研究所

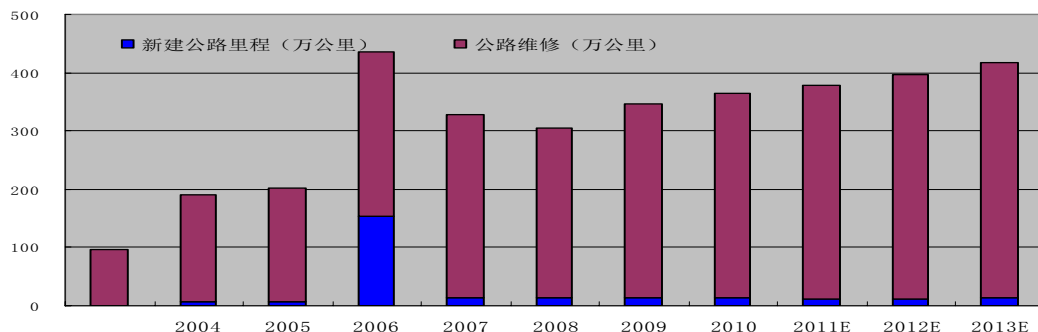
更新保养需求日趋强烈，内销稳步增长可期

虽然公路新建投资的旺盛发展期已经过去，但公路保有量孕育出的维修市场需求已经远超过新建公路的投资需求。更重要的是，国家对节能减排的关注与沥青资源的稀缺催使施工方采购高端沥青施工设备，公司的产品研发优势和资本优势将成为最强大的市场争夺者。公路施工工程总量将维持 5% 左右的增速，沥青设备需求增速超过 10%。

更新市场需求已经成为主导，未来将有 5% 左右的稳定增长。宏观上分析，公路修复市场已经远远超越了新建公路市场。公路建设投资在 2005 年出现高峰，过去五年国家等级公路建设投资保持 8-10% 的同比增速，公路的建设热情高，投资回报可观的行业态势逐渐弱化，公路修复需求已经成为行业发展驱动力。

新建与修复公路总里程（千公里）

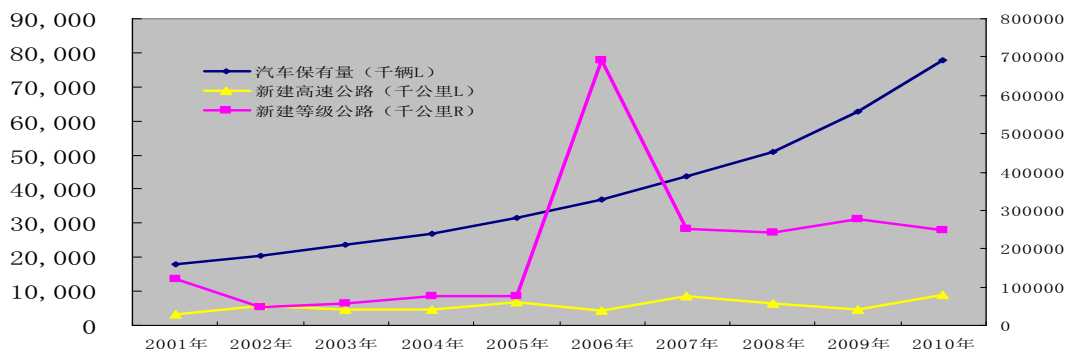




资料来源：国家统计局；东方证券研究所

汽车保有量的提升将成为公路建设的刚性需求。在汽车保有量持续高速增长的同时，道路拥堵已经成为常态，催生出长期的公里建设投资需求。等级公路建设的数量级已经完全超过了高速公路，三、四级公路（非收费为主）的建设超过了一、二级公路的建设。道路建设的刚性需求正在向三四城市转移。

公路建设的格局与汽车保有量走势



资料来源：国家统计局；东方证券研究所

区位优势独享西部振兴，产业升级拉动市场需求

公司坐落在西南的重要门户，西安，在西部经济振兴的大背景下享有巨大的区位优势。国家已经批准新疆“十二五”公路建设规划，90%的建制村通沥青路。今年初始，西部地区道路建设规划相继通过发改委的审核，新增需求长期稳定。

全国农村公路通车里程达 312.5 万公里，乡镇通沥青（水泥）路率达到 88.6%。依据《农村公路建设规划》，农村公路建设规划也将在“十二五”的开局年内完成。依据 2020 年的目标，对于已建成的乡(镇)和建制村通沥青(水泥)路，需要全面提高农村公路的密度和服务水平。

今年以来批准的区域道路建设规划

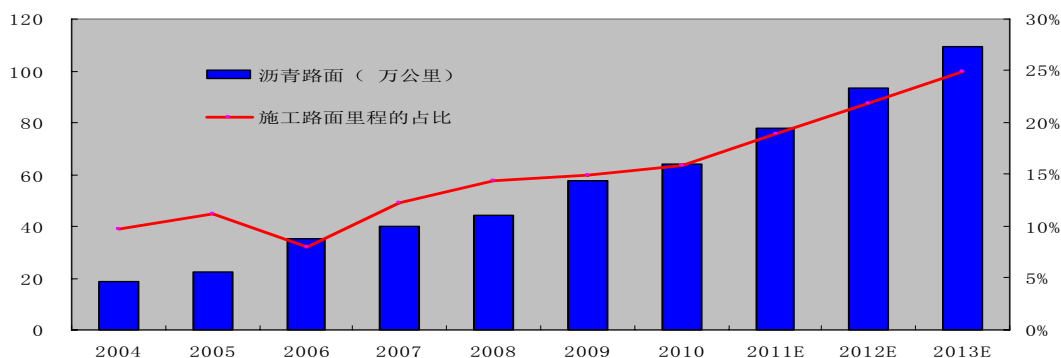
Feb-11	“十二五”新疆公路建设总里程将达 7.6 万公里	“十二五”期间，新疆维吾尔自治区将完成交通固定资产投资 1500 亿元—2000 亿元（含兵团），建设总里程 7.6 万公里。到 2015 年底，全区高速公路达到 5000 公里，是“十一五”末的 4.4 倍；农村公路达到 11 万公里，增加 7000 公里；基本实现连接 14 个地州市及兵团师部的公路高速化，各县市和团场通二级及以上公路，具备条件的乡镇全部通沥青路，90%的建制村通沥青路。
Mar-11	“十一五”四川农村公路建设两项全	“十一五”期间，四川省农村公路建设取得重大成效，建成规模和完成投资在全国各省区市中均排名第一。“十一五”是四川省农村公路建设史上发展速度最快的时期，共完成投资近 600 亿元，是“十五”期间的 4 倍。无

	国第一	论建设规模还是完成投资金额均排名全国第一，创历史新高。经过“十一五”的大发展，目前四川省农村公路的通达深度明显提高，通行条件明显改善，农村公路路网结构逐步完善。四川农村交通的发展，让 4000 多万农民群众直接受益。 在农村公路实现跨越式发展的同时，四川省农村公路的发展理念也不断升华，内涵不断丰富，发展机制逐步完善，农村公路的大发展，极大地促进了四川省社会主义新农村建设和农村经济社会的发展。
Feb-11	甘肃：“十一五”二级公路建设步伐加快	2010 年年底，定西内官营至临洮、泾川至灵台涉水坡、陇西文峰至漳县、张掖甘州至肃南、宕昌南河至迭部、武山洛门至礼县等 6 条二级公路开工。不久之后，张掖山丹东乐至双窝铺和临夏双城至达里加峡口两条省际通道建成二级公路。这些项目的竣工通车和开工建设，标志着我省二级公路建设步伐全面加快、进入新一轮建设高潮省交通运输厅、省公路局不断加快二级公路项目前期工作进度，积极为 今年开工建设的东乡县锁南镇至临夏折桥、临洮至康乐至和政、肃北至阿克塞、庆阳至镇原等一批县通二级公路建设项目作好准备 。同时，夏河至夏河机场、海石湾至岗子沟及部分县城过境段等一批经济干线二级公路也将于今年开工建设。
Jan-11	广西壮族自治区统筹建立城乡配套的基础设施体系	加快完善城乡路网建设，着力抓好县(市、区)和区域中心镇的公路网建设， 重点加快农村“村村通”公路建设和县乡道路的升级改造 ，形成中心城区辐射各县(市、区)、乡镇、村的四级路网结构，增强路网密度和通行能力。推进农村公路建设管理养护体制改革，大力实施农村土地综合整治，提升农村基础设施配套水平。加快城乡水利建设，深化农村小型水利建设管理体制改革和农村小型水利设施产权制度改革，建立城乡一体的水资源管理体系；健全供水、防洪和水生态环境保障体系；切实抓好农村饮水安全工程建设。加强城乡生态建设，建立城乡一体的污染防治监控管理体系，加大对各类污染源的治理力度，加快城镇污水、医疗废物、生活垃圾处理设施建设，推行生活污水集中处理和城乡垃圾一体化处理。因地制宜推广农村沼气池建设，完善农村沼气服务网点。完善农村电网，提升农网供电可靠性和供电能力。把试点地区华侨农(林)场、农垦、国有林场基础设施建设逐步纳入地方规划。深化实施城乡清洁工程和城乡风貌改造工程，创造良好的农村人居环境，建设生态乡镇、生态村。

资料来源：发改委网站、东方证券研究所

白改黑成为行业趋势，沥青路面占比将明显提升。与此同时，我国高等级路面所占比重进一步提高。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146.48万公里，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。此外，发达国家的沥青路面占铺装公路总里程比重达到95%左右，而我国这一数字在仅22%左右，因此“白改黑”将是未来路面材料与施工的发展趋势。

沥青路面总公里数与施工占比走势图



资料来源：国家统计局；东方证券研究所

装备升级增加高端设备市占率

节能减排将明显提高高端产品占比。2002年以前，中国的沥青路面的施工没有可选择的具备精度控制功能沥青洒布车，几乎都使用传统低端的沥青路面机械，由于沥青温度不能有效控制和沥青洒布量不够均匀，对沥青路面质量影响很大。2002年，广深高速公路、京福高速河南段和江苏沿江高速公路建设上首次使用了公司的智能型沥青洒布车后，路面质量大幅提升。经过三、四年的市场培育，智能型沥青洒布车的年需求量迅速上升。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，有望成为行业发展的最大受益者。

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。

高端沥青产品在节能环保领域的示意图



资料来源：公司公告、东方证券研究所

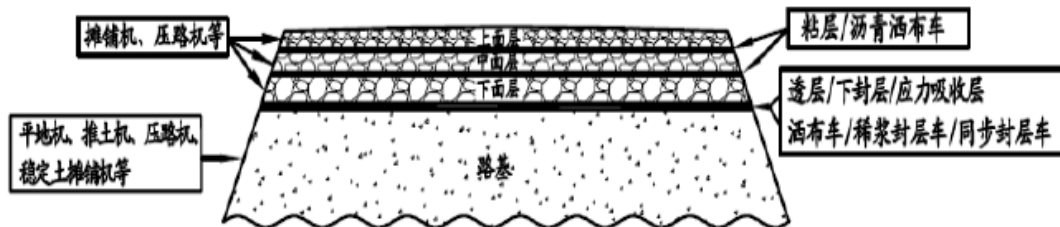
公司的产品覆盖了两端，公路建设的工艺路线，覆盖了高速公里及大部分的三级以上公路的建设需求。公司能够完整提供沥青路面施工的相关设备，为其提高市场份额提供非常有利的条件。

工艺路线一：

沥青混凝土摊铺工艺适用于建造、养护高速公路和路面，约占铺装路面工程总量的 10%，所需设备包括：**沥青脱桶设备、改性沥青设备、沥青混凝土搅拌站、沥青混合料自卸运输车、摊铺机、智能型沥青洒布车、钢轮压路机等。**

沥青混凝土摊铺工艺图

图 5-20 沥青混凝土摊铺工艺图



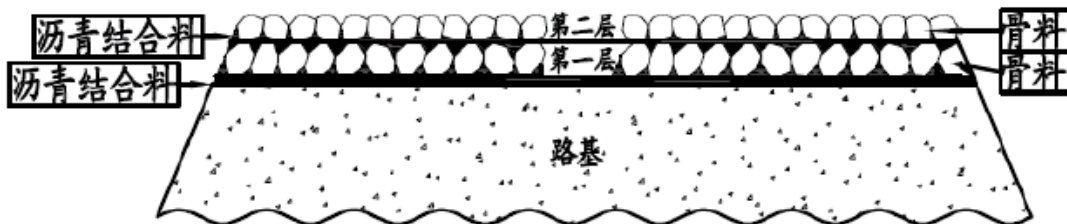
资料来源：公司公告、东方证券研究所

工艺路线二：

沥青碎石层铺工艺适用于部分国道、省道和市、县、乡村公路路面建造及养护，约占全部路面工程总量的 90%，所需设备包括：沥青脱桶设备、改性沥青设备、沥青运输车、智能型沥青洒布车、各式碎石撒布机、同步封层车、胶轮压路机等

沥青碎石层铺工艺图

图 5-21 沥青碎石层铺工艺图

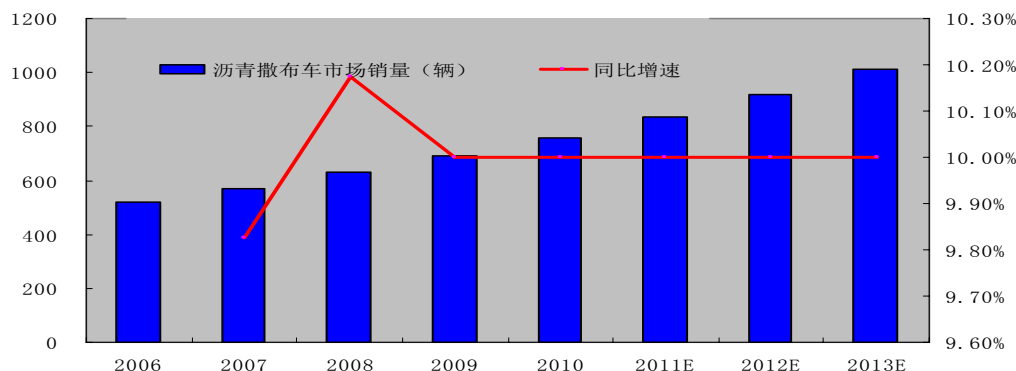


资料来源：公司公告、东方证券研究所

模型假设：

- 2008 年受金融危机的影响，行业需求量增速与往年相比有所下降，仅为 9.8%。根据北京中经纵横经济研究院的预测，2009 年至 2014 年我国沥青洒布车总产量基本保持 10% 左右的增长速度，2009 年需求量为 690 辆，至 2013 年行业需求总量将上升到 1,000 辆以上。
- 智能型沥青洒布车属于沥青洒布车中的高端产品，是提高中国公路建设水平的重要发展方向。虽然智能型沥青洒布车平均价格高出普通沥青洒布车一倍以上，但其提高了沥青路面质量，延长了路面寿命。从综合性价比看，智能型沥青洒布车具有绝对的竞争力。未来的发展趋势是智能型沥青洒布车不断取代传统的沥青洒布机械，根据汉鼎咨询《2009 年中国沥青路面机械行业细分市场研究报告》的市场数据整理、测算，智能型沥青洒布车占沥青洒布车市场整体的份额逐年上升。

沥青设备的市场需求走势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

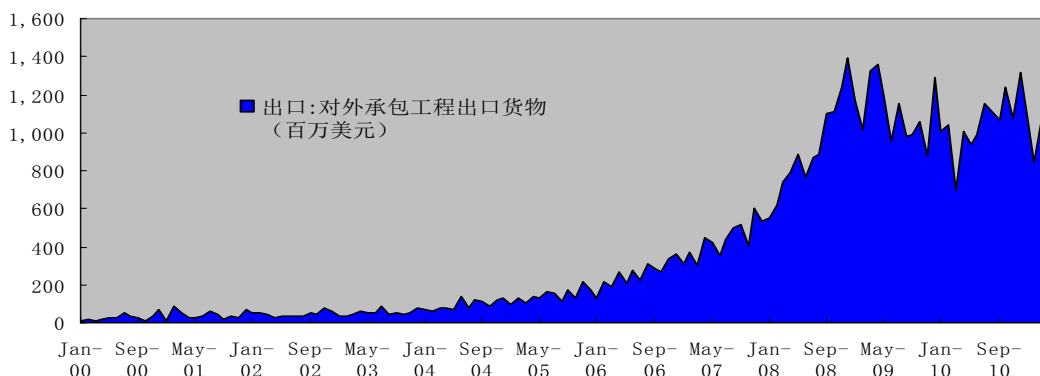
新兴市场成为公司新增长极

公司的高端产品通过工程项目已经远销海外，在新兴市场获得相当的认可。新兴市场基建工程需求旺盛，有望成为公司业务的增长极。在节能减排和海外工程间接的出口的拉动下，2013 年公司的内销市场份额（包括间接出口）有望超过 20%。更值得关注的是，公司试图摆脱对工程公司的依赖，拟直接参与海外工程的竞标，在经营模式上获得纵向的延伸，此次尝试值得关注。

商业模式升级匹配海外需求成为关键点

中国工程施工出口一直保持着快速发展，伴随着相关设备的出口也成高速发展态势。2009 年公司间接向海外出口的产品占到海外销售的 80%以上。海外工程总包出口的景气度旺盛将有利于公司向海的外间接出口。

对外承包工程出口货物维持在历史高位



资料来源：CEIC；东方证券研究所

公司海外根基牢固，潜力值得关注。公司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，受到海内外客户的广泛赞誉和青睐。公司拟运用募投资金建立多个海外销售网络，尤其在非洲石油国中培育高端沥青产品的依赖度。

已有出口工程相关业务一览

出口类型	产品类型	2009 年	2008 年	2007 年
直接对国外出口	智能型沥青洒布车	0	5	2
	沥青碎石同步封层车	0	1	1
	沥青脱桶设备	17	9	1
	液态沥青运输车	4	4	2
	乳化沥青设备	2	5	0
	改性乳化沥青稀浆封层车	1	0	1
	碎石撒布机	2	3	0
	合计	26	27	7
	占总出口量比重	19%	28%	18%
	智能型沥青洒布车	11	12	6
通过国内公司转手至国外使用	沥青碎石同步封层车	0	2	1
	沥青脱桶设备	16	8	6
	液态沥青运输车	23	19	4
	乳化沥青设备改性乳化沥青稀浆封层车	6 0	4 0	3 0
	碎石撒布机	8	17	0
	合计	64	62	20
	占总出口比重	46%	65%	50%
	智能型沥青洒布车	26	1	3
	沥青碎石同步封层车	2	2	1
	沥青脱桶设备	4	2	1
通过国内进出口公司出口到国外	液态沥青运输车	0 0	1 0	1 1
	乳化沥青设备			
	改性乳化沥青稀浆封层车	1	0	0
	碎石撒布机	16	0	6
	合计	49	6	13
	占总出口比重	35%	7%	32%

资料来源：公司公告；东方证券研究所

工程总包尚需时日，设备需求助力高成长

4 月 26 日，公司公告拟于近期参与斯里兰卡二期公路升级改造项目竞标，本项目发包方为斯里兰卡国家公路局，项目规模预计为 1~1.5 亿美元。本项目即将进入资格预审阶段，未来能否竞标成功存在较大的不确定性。一旦竞标成功，公司将涉足海外公路工程施工领域，从而有力地拓展市场空间，带动公司的沥青路面设备及其他相关公路工程施工机械的销售。

海外潜在市场容量相当可观

行业现状	投资情况	公司进展	潜在市场容量
安哥拉现有公路总里程为 7.5 万公里。其中	安哥拉公共工程部长卡	为了配合安哥拉大规模的公路建设，满足该国对路面机械产品的需求，2005	30

哥拉	柏油路面 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，具有良好路面的公路里程缺口巨大，其公路市场具有较高的开发潜力。	尔内罗 2009 年 6 月披露，未来两年，政府在公路建设上将投资大约 30 亿美元。新建约 73,000 公里公路，长度为非洲之最。	年 11 月 4 日，公司生产的智能型沥青洒布车参加由中国路桥集团总公司承建的安哥拉国家“211”公路建设工程。2006 年，公司再次向安哥拉出口智能型沥青洒布车、液态沥青运输车及沥青保温装置等系列产品。目前，公司派遣到安哥拉的工程人员已经形成一定规模，为了更好的解决工程人员在施工当地的衣食住行问题，同时将销售及售后服务扩展到整个非洲西部，公司计划于 2010 年在安哥拉设立办事处，预计 2012 年达到满员配置，配有 1 名销售经理及 2 名售后工程师。	亿美元
	阿尔及利亚位于非洲西北部，其陆地运输以公路为主，公路运量占全国总运量的 83%。早在 2007 年，中国工程公司已经打入阿尔及利亚公路建设市场，为了配合阿尔及利亚政府以及中国大型工程公司在公路建设过程中对路面机械产品的需求，	阿尔及利亚目前已准备推行第二次经济发展计划，预计其将投入 79 亿美元用于公路建设投资。	2008 年 12 月，公司出口了一批设备到阿尔及利亚，该次出口是公司第一次将设备投向北非市场，并获得了当地工程公司及政府的一致认可。目前，阿尔及利亚的建设项目仍然为国家项目居多，未来采购较多的设备仍然是公司的主流产品：智能型沥青洒布车系列、沥青碎石同步封层车系列以及改性乳化沥青稀浆封层系列产品。目前公司陆续往阿尔及利亚派遣更多的工程人员，满足日益增多的业务需求，公司计划于 2012 年建成后派遣 1 名销售人员及 2 名售后工程师专门负责公司在北非的业务。	79 亿美元
斯里兰卡	斯里兰卡是南亚次大陆南端印度洋上的岛国，全国现有公路 2.8 万公里。根据“斯里兰卡北部公路重建计划”，斯里兰卡政府计划对该国北部的 13 条公路进行改造建设，其中 5 条干线公路被列为国家重点支持项目，中国航空技术国际控股有限公司承建了其中的 4 条。这意味着斯里兰卡未来绝大部分道路将由我国工程公司进行建设，对于我国设备供应商而言，这是一个巨大的商机。	2009 年 10 月，中国航空工业集团公司旗下的中国航空技术国际控股有限公司，获得了斯里兰卡政府“北部公路重建计划”中的公路建设合同，该合同涉及斯里兰卡北部的 4 条公路的施工建设，价值约 3.7 亿美元。	公司 2009 年与斯里兰卡方面签订了 4,170 万元路面机械产品的供货合同，提供包括智能型沥青洒布车、稀浆封层车、同步封层车等全系列路面机械产品。为了巩固和进一步开拓斯里兰卡市场，公司拟计划 2010 年在斯里兰卡设立办事处，并配置 1 名销售经理，2 名售后服务工程师，为斯里兰卡市场及后续提供施工设备和服务奠定坚实基础。	50 亿美元左右
印度	随着工业化发展进程的加快，印度道路的供给能力不足逐渐显现。借鉴中国经济发展的经验，印度各地方政府掀起了修路热潮。目前，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”，前者是一个综合的建设南北通道、东西走廊，总里程约 1.5 万公里的大型建设计划，后者是一个总建设里程为 17 万公里，连接居住人口 500 人以上村庄的农村道路发展规划。预计未来几年内印度公路建设开支将达到每年 40 亿美元。但是，目前印度交通的设计建设技术还比较落后，高速公路建设、特大桥梁建设技术较低，仅靠其本国的能力完成建设任务尚有一定困难。	印度对大多数公路建设项目都进行国际招标，并采用国际流行的 BOT 修路方式，打破过去由政府出钱修路、养路的运行模式，鼓励国内外大型工程公司积极投标。	公司的路面机械产品以过硬的质量和较高的生产效率赢得了国内外工程公司的信赖，公司 2007 年和 2008 年均有稀浆封层车销往印度。因此从长远战略意义来讲，达刚的印度办事处将有利于公司进一步打开印度市场。	40 亿美元

资料来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与估值

核心假设及盈利预测

公司的产品结构清晰，股权结构简单，收入增长率成为了核心的驱动力，同时毛利率也是较大的敏感因子。盈利预测的核心假设如下：

营业收入：公司产品单价较高，数量少的特征造成产品预测的误差率较大。我们的以下预测基于上文对国内市场容量的测算，结合公司公布的产能释放的进程和公司总装装配生产模式工区工位制的特点进行的估计。由于海外订单还未竞标，公司的参与方式有较大的不确定性，此次盈利预测尚未包含斯里兰卡将竞标的业务，但公司所涉及的对外工程业务数量级大，其中设备采购的金额也将相关可观，可能将对未来的营收规模产生极大的正面作用。

假设背景：

- 公路建设的投资速度明显放缓至历史较低水平，公路维修里程增速由过去五年年均 10%降低为 5%。
- 受益于产能释放与海外工程拉动的间接出口，我们预计公司未来三年公司的市场占有率提高到 20%，年均 3 个百分点的提升。假设主要依据：1. 节能减排促使装备升级，未来伴随着高端产品的不断普及，公司定位高端的策略将明显受益。2. 公司在海外市场建立了初步的营销网点，品牌效应慢慢累积，工程间接出口领域优势明显。3. 公司资金充裕营销团队建设有望开始步入收获期。4. 公司产能将明显提升，区位优势明显直接受益区域振兴。目前潜在竞争者为：欧亚机械设备有限公司（北京），河南省高远公路养护技术有限公司，浙江美通机械制造有限公司。
- 毛利率将维持稳定，通用工程机械制造业，业内同类公司较多，规模经济优势明显，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，不断新产品的研发投产将成为公司盈利能力保障的最大护城河。

公司产品的市场份额将明显提升

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
沥青撒布车市场销量（辆）	519	570	628	691	760	836	919	1011
公司内销（包括间接出口）		44	54	78	76	132	159	234
市场份额		6.95%	7.11%	10.27%	9.96%	14.21%	15.56%	20.82%

资料来源：CEIC；东方证券研究所

对公司的主要产品进行分项预测，鉴于公司的产品品种多，假设的主要依据出自于智能型沥青洒布车和沥青碎石同步封层车总和的市场份额。其中，包含公司已经研发成功的冷再生产品，海外直接出口按照历年的同等比列，由于海外订单还未中标，盈利预测未包含斯里兰卡项目可能对公司带来的营业收入。

盈利预测根据产品结构

（收入单位：百万）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
智能型沥青洒布车收入	34.60	53.13	43.69	18.00	12.60	12.60
毛利率	56.24%	54.25%	53.98%	53.98%	53.98%	53.98%
同比增速	16.04%	53.56%	-17.75%	-58.81%	-30.00%	0.00%
沥青碎石同步封层车收入	24.86	21.23	58.64	112.00	145.00	220.00
毛利率	60.32%	51.14%	49.76%	48.76%	48.26%	47.76%

同比增速	43.05%	-14.60%	176.20%	90.98%	29.46%	51.72%
冷再生机收入				3	37.5	88
毛利率				65.00%	70.00%	65.00%
同比增速					1150.00%	134.67%
自行式碎石撒布机收入			10.04	19.17	24.82	37.66
毛利率			55.04%	55.04%	55.04%	55.04%
同比增速				90.98%	29.46%	51.72%
沥青脱桶设备收入	14.34	18.72	7.73	9.00	9.90	9.90
毛利率	61.00%	60.95%	66.64%	66.64%	66.64%	66.64%
同比增速	57.31%	30.53%	-58.71%	16.44%	10.00%	0.00%
液态沥青运输车收入	13.70	15.88	0.57	5.70	10.26	11.40
毛利率	50.47%	49.09%	41.38%	41.38%	41.38%	41.38%
同比增速	213.41%	15.96%	-96.42%	901.58%	80.00%	11.11%
沥青乳化设备收入	4.11	4.87	4.15	4.15	4.15	4.15
毛利率	55.56%	45.51%	45.60%	45.60%	45.60%	45.60%
同比增速	0.82%	18.50%	-14.75%	0.00%	0.00%	0.00%
改性乳化沥青稀浆封层车收入	3.84	4.70	9.75	18.61	24.10	36.56
毛利率			42.96%	42.96%	42.96%	42.96%
同比增速	3.00%	22.31%	107.44%	90.98%	29.46%	51.72%
其他产品收入	8.42	15.00	18.49	22.04	29.12	43.30
毛利率	42.48%	40.80%	41.60%	45.41%	50.25%	55.18%
同比增速		78.28%	23.26%	19.16%	32.16%	48.67%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

相对估值与评级

2011 年特种车辆行业平均市盈率为 28.27 倍，鉴于公司对订单的敏感度较高，我们给予公司 2011 年 25 倍市盈率，对应目标价为 15 元，首次给予公司增持评级。

机械行业估值参数

证券代码	证券简称	预测市盈率 2011	预测市盈率 2012	预测市盈率 2013
002008.SZ	大族激光	25.83	19.77	15.70
002111.SZ	威海广泰	33.22	25.53	20.10
002278.SZ	神开股份	26.79	19.92	13.54
002499.SZ	科林环保	37.27	28.38	22.38
300195.SZ	长荣股份	28.38	21.15	17.61
300201.SZ	海伦哲	25.71	17.70	12.51
300210.SZ	森远股份	24.30	17.54	12.85
300103.SZ	达刚路机	24.67	18.02	13.03

资料来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

产品下游单一，路径依赖带来的风险

公司产品下游主要为公路施工企业，下游较为单一带来的路径依赖风险值得关注。公司的营业收入总量不大，季节性因素和工程项目的不稳定性是最大风险。

知识产权受侵害带来的风险

由于产权保护力度不够，行业内仍存在较多的仿制和假冒情况。在市场较为分散的情况下，许多知识产权侵害案件很难通过法律渠道公平地解决，受侵害企业的利益往往无法得到有效维护，故公司产品的毛利率可能存在波动的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度		单位:百万元			会计年度		单位:百万元		
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	620	591	630	778	营业收入	153	212	297	464
现金	538	483	489	560	营业成本	73	107	143	221
应收账款	34	47	59	93	营业税金及附	1	2	3	4
其它应收款	2	3	4	6	营业费用	11	14	19	28
预付账款	1	2	3	4	管理费用	12	15	19	30
存货	43	53	72	110	财务费用	(0)	(3)	(1)	(1)
其他	1	2	3	5	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	52	123	204	246	公允价值变动	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	21	92	171	218	营业利润	55	76	114	180
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	7	7	7	7
其他	17	17	19	15	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	672	714	834	1,024	利润总额	61	82	120	186
流动负债	31	53	54	75	所得税	9	12	18	28
短期借款	-	10	10	10	净利润	52	70	102	158
应付账款	8	13	17	27	少数股东损益	-	-	-	-
其他	23	31	27	39	归属于母公司	52	70	102	158
非流动负债	0	15	32	43	EBITDA	58	78	121	192
长期借款	-	15	32	43	EPS (元)	0.80	0.60	0.87	1.35
其他	0	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	31	68	86	118	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	65	118	118	118	营业收入	14.6%	38.3%	40.5%	55.8%
资本公积	459	407	407	407	营业利润	5.6%	37.9%	49.7%	58.2%
留存收益	117	121	223	382	归属于母公司	13.4%	33.8%	45.8%	55.1%
归属母公司股东权	641	646	748	906	获利能力				
负债和股东权益	672	714	834	1,024	毛利率	52.2%	49.6%	51.9%	52.3%
现金流量表					净利率	34.2%	33.1%	34.3%	34.1%
会计年度		单位:百万元			ROE	8.2%	10.8%	13.6%	17.5%
2010	2011E	2012E	2013E		ROIC	7.2%	9.2%	12.1%	15.9%
经营活动现金流	48	59	77	115	偿债能力				
净利润	52	70	102	158	资产负债率	4.6%	9.5%	10.3%	11.5%
折旧摊销	4	5	9	13	净负债比率				
财务费用	(0)	(3)	(1)	(1)	流动比率	19.94	11.07	11.73	10.32
投资损失	-	-	-	-	速动比率	18.55	10.07	10.40	8.86
营运资金变动	(7)	(13)	(33)	(56)	营运能力				
其它	(1)	(0)	-	-	总资产周转率	0.36	0.31	0.38	0.50
投资活动现金流	(16)	(77)	(90)	(55)	应收账款周转	4.86	5.20	5.57	6.09
资本支出	(14)	(74)	(88)	(53)	应付账款周转	8.32	10.04	9.55	10.12
长期投资	0	(0)	-	-	每股指标 (元)				
其他	(2)	(2)	(2)	(2)	每股收益	0.44	0.60	0.87	1.35
筹资活动现金流	445	(38)	19	11	每股经营现金	0.73	0.90	1.18	1.76
短期借款	(10)	10	-	-	每股净资产	9.81	6.36	7.70	9.23
长期借款	-	15	18	11	估值比率				
普通股增加	16	-	-	-	P/E	31.07	23.22	15.93	10.27
资本公积增加	437	(52)	-	-	P/B	1.41	2.17	1.79	1.50
其他	1	(10)	1	1	EV/EBITDA	12.31	9.21	5.91	3.74
金净增加额	477	(55)	6	71					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn