

强烈推荐-A (维持)

森远股份 300210.SH

目标估值: 18.00-20.00 元

当前股价: 15.53 元

2012 年 9 月 13 日

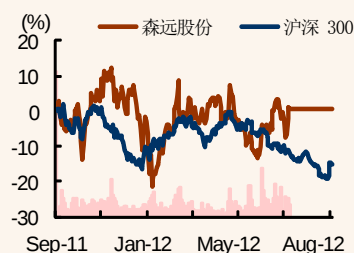
现金收购完善路面养护设备产品链

基础数据

上证综指	2127
总股本 (万股)	13473
已上市流通股 (万股)	3546
总市值 (亿元)	21
流通市值 (亿元)	6
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	11.9
资产负债率	7.2%
主要股东	郭松森
主要股东持股比例	39.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		-3	0
相对表现	4	10	16



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《森远股份 (300210) — 热再生设备订单将保持完成全年目标》2012.8
- 2、《森远股份 (300210) — “十二五”将受益公路养护和循环经济发展》2012.5

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

事件: 森远股份公告, 拟以支付不超过 8000 万元现金购买吉林省公路机械有限公司合计 100% 股权。本次交易对价的 60% 计划使用部分超募资金, 剩余 40% 上市公司自筹解决。本次拟购买的标的资产的审计和评估工作正在进行中, 股票 9 月 13 日复牌。

- **收购标的财务状况:** 吉公机械经预审的 2010 年、2011 年营业收入分别为 1.4 亿元、1.5 亿元, 相当于同期森远股份营业收入的 124.70% 和 84.46%, 净利润分别为 745 万元、730 万元, 相当于同期上市公司净利润的 19.56% 和 11.13%。经初步估算, 本次交易拟购买的标的资产预估值约为 8222 万元。截至 2012 年 7 月 31 日, 吉公机械净资产 2078 万元, 资产负债率约为 89.79%, 流动比率约为 0.96 倍, 净利润率仅 5%, 资产负债率较高。
- **此次收购 PS 很低, 静态 PE 尚可, 但收购标的未来盈利改善空间较大。**按 2011 年的财务指标计算, 收购静态 PE 为 11.3 倍, PS 为 0.53 倍, PB 为 5.0 倍, 但是由于森远与吉公同属筑养路机械设备制造领域, 因此在业务流程、供应商、直接或间接客户、生产管理经验方面具有一定的相关性。收购有利于森远与吉公机械实现供应商、客户等方面的资源共享, 进入上市公司也有利于提升吉公机械的管理水平, 未来的盈利水平有望大幅改善, 通过并购实现 1+1>2 的协同效应。目前吉公净利润率水平远低于同行业上市公司达刚路机和森远股份 (当然产品也不完全具有可比性)。
- **收购有利于森远完善筑养路机械产品链和沥青路面循环利用技术。**森远的就地热再生是一种沥青路面表层再生技术, 该技术通过现场加热、翻松、添加新材料 (包括新沥青混合料、沥青、再生剂、温拌剂等)、拌和、摊铺和压实, 一次性实现旧沥青混凝土路面上面层的就地再生, 具有无须运输废料、工效高、成本低、对交通干扰小等优点, 但是施工难度较高, 技术指标不稳定。吉公机械的厂拌热再生是将需要处理的旧沥青混凝土路面铣刨后运回拌和厂, 通过破碎、筛分 (必要时), 并根据旧料中的沥青含量、沥青老化程度、集料级配等指标, 掺入一定数量的新集料、沥青和再生剂 (必要时) 进行拌和, 经运输、摊铺、碾压工序, 相对就生热再生材料和技术指标更容易实现, 缺点是施工周期较长, 对交通的干扰较大。作为旧沥青路面热再生工艺的两种不同方法, 均有利于沥青的循环利用, 分别适用于在不同的道路条件、气候条件、经济条件以及公路养护体制下的热再生施工工程, 因此收购有利于森远股份做大做强。
- **虽然行业前景广阔, 但发展还取决于我国公路养护体制改革。**与其它工程机械产品相比, 筑养路机械市场容量很少, 但未来十年中国高速公路将进入养护高峰期, 随着“管养分离, 事企分开”的养护体制改革不断深化, 公路养护主体将逐步从各省交通厅、公路局、高速公路管理局及市政环卫部门等行政事业单位向专业化、社会化的现代企业管理制度养护公司转变, 届时路面养护设备行业将迎来发展机遇。

- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**由于 2012 年政府换届经济减速，地方政府资金紧张，对公路养护的投资放缓，但是公路养护机械长期增长非常确定，森远在细分领域竞争力突出，新产品和收购将成为未来的增长点。我们维持公司 2012-2014 年 EPS 预测 0.62、0.83、1.1 元，未来三年复合增长率 30%左右，不考虑收购，2012 年动态 PE25 倍，行业长期前景看好，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险因素：**热再生机组单价较高，市场推广较慢，销售波动对盈利影响较大。

表 1：财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	133	203	282	380	509
同比增长	31%	52%	39%	35%	34%
营业利润(百万元)	41	67	88	121	163
同比增长	42%	61%	32%	37%	35%
净利润(百万元)	38	66	83	111	147
同比增长	44%	72%	27%	33%	32%
每股收益(元)	0.28	0.88	0.62	0.83	1.09
PE	54.1	17.5	24.7	18.5	14.0
PB	5.4	1.9	2.8	2.5	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：森远股份盈利预测假设表

营业收入（百万元）	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
路面除雪和清洁设备	46.5	57.6	126.8	158.5	206.1	267.9
大型沥青路面就地再生设备	29.0	48.7	34.1	51.2	76.7	111.3
预防性养护设备	19.4	23.9	31.6	60.0	78.0	101.4
其他	6.5	3.1	10.4	12.4	18.7	28.0
合计	101.4	133.3	202.9	282.2	379.5	508.6
收入增长率（%）	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
路面除雪和清洁设备	26.3%	23.9%	120.2%	25.0%	30.0%	30.0%
大型沥青路面就地再生设备	-12.9%	67.8%	-30.0%	50.0%	50.0%	45.0%
预防性养护设备	177.3%	23.2%	32.3%	90.0%	30.0%	30.0%
其他	52.2%	-53.1%	238.9%	20.0%	50.0%	50.0%
综合增长率	24.6%	31.4%	52.3%	39.1%	34.5%	34.0%
毛利率	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
路面除雪和清洁设备	48.4%	41.4%	43.0%	41.0%	41.0%	41.0%
大型沥青路面就地再生设备	61.5%	65.7%	67.1%	65.5%	65.0%	65.0%
预防性养护设备	50.7%	52.2%	54.0%	53.5%	54.0%	54.0%
其他	40.1%	56.9%	82.9%	80.0%	80.0%	80.0%
综合毛利率	52.1%	52.6%	50.8%	49.8%	50.4%	51.0%

资料来源：WIND、招商证券

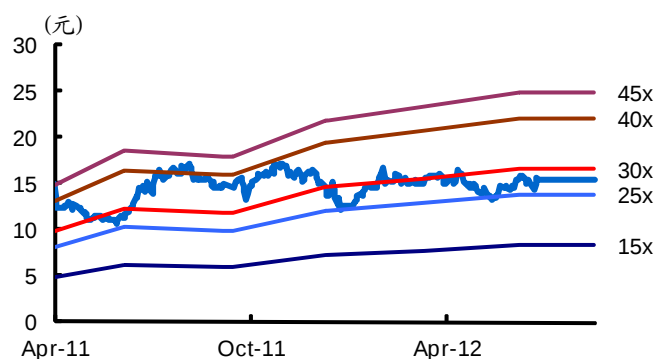
注：预测暂不包括收购

表 3: 森远股份单季度财务指标

百万元	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
一、营业总收入	34	23	45	31	52	48	59	44	68	43
二、营业总成本	24	15	30	22	32	29	45	30	46	25
其中：营业成本	17	9	20	16	23	19	35	23	38	19
营业税金及附加	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
营业费用	3	2	4	3	3	4	4	7	4	5
管理费用	4	2	4	3	4	4	4	5	4	5
财务费用	1	1	1	1	1	0	0	-4	0	-4
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	10	8	15	9	20	19	14	15	22	17
加：营业外收入	0	2	2	0	0	5	2	2	1	10
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	10	9	16	9	20	24	16	17	22	28
减：所得税	2	1	3	1	5	5	4	-3	3	4
六、净利润	9	8	14	8	15	19	12	20	19	24
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	9	8	14	8	15.0	19	12	20	19	24
EPS 按最新股本摊薄	0.06	0.06	0.10	0.06	0.11	0.14	0.09	0.15	0.14	0.18
主要的财务指标										
毛利率	49.8%	59.2%	54.3%	48.4%	56.0%	60.8%	39.5%	48.8%	44.1%	54.7%
主营税金率	0.5%	1.4%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%	1.4%	0.5%	0.6%	1.1%
营业费率	8.1%	10.5%	8.9%	11.1%	6.6%	8.8%	6.8%	15.2%	5.5%	10.5%
管理费率	10.9%	10.1%	9.4%	9.2%	8.6%	7.7%	7.0%	11.1%	6.1%	11.3%
净利率	25.1%	34.9%	30.5%	25.0%	29.0%	39.5%	19.9%	44.8%	28.1%	55.9%
收入增长率					50.7%	109.9%	31.5%	41.2%	31.0%	-11.4%
营业利润增长率					92.8%	148.5%	-6.5%	61.4%	11.4%	-9.4%
净利润增长率					73.8%	137.0%	-13.9%	152.8%	27.2%	25.5%

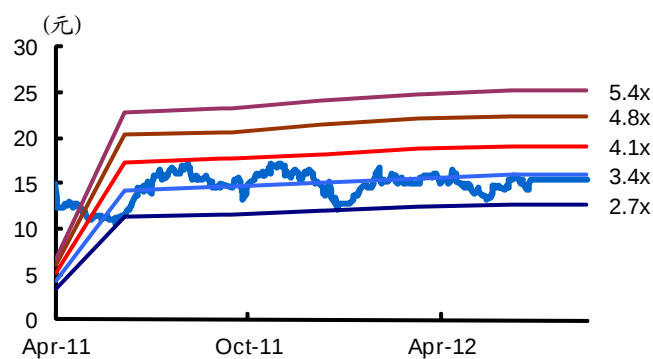
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 森远股份历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 2: 森远股份历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	166	573	640	745	899
现金	80	411	419	487	581
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	2	2	3
应收款项	43	63	82	110	148
其它应收款	6	6	9	12	16
存货	29	80	113	113	125
其他	8	11	16	21	28
非流动资产	88	97	187	271	349
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	61	74	166	251	331
无形资产	21	21	19	17	15
其他	6	2	2	2	2
资产总计	254	670	827	1016	1249
流动负债	78	53	82	160	246
短期借款	0	0	0	50	100
应付账款	19	14	28	38	50
预收账款	1	1	2	2	3
其他	58	38	52	70	93
长期负债	18	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	16	16	16	16
负债合计	96	70	99	176	262
股本	56	75	135	135	135
资本公积金	0	362	362	362	362
留存收益	103	163	231	342	489
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	159	600	728	840	986
负债及权益合计	254	670	827	1016	1249

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	43	4	63	120	148
净利润	38	66	83	111	147
折旧摊销	3	5	10	16	22
财务费用	2	1	0	2	5
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	(69)	(32)	(11)	(28)
其它	(0)	1	1	2	3
投资活动现金流	(23)	(13)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(23)	(17)	(100)	(100)	(100)
其他投资	0	4	0	0	0
筹资活动现金流	(3)	342	45	49	46
借款变动	0	(35)	0	50	50
普通股增加	0	19	60	0	0
资本公积增加	0	362	0	0	0
股利分配	0	(6)	(15)	0	0
其他	(4)	1	0	(2)	(5)
现金净增加额	17	333	8	68	94

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	133	203	282	380	509
营业成本	63	100	142	188	249
营业税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	13	18	25	33	43
管理费用	13	17	24	32	43
财务费用	2	(3)	0	2	5
资产减值损失	(0)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	67	88	121	163
营业外收入	4	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	45	77	98	131	173
所得税	7	11	15	20	27
净利润	38	66	83	111	147
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	38	66	83	111	147
EPS (元)	0.28	0.88	0.62	0.83	1.09

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	31%	52%	39%	35%	34%
营业利润	42%	61%	32%	37%	35%
净利润	44%	72%	27%	33%	32%
获利能力					
毛利率	52.6%	50.8%	49.8%	50.4%	51.0%
净利率	28.6%	32.3%	29.5%	29.3%	28.9%
ROE	10.0%	10.9%	11.4%	13.2%	14.9%
ROIC	19.1%	9.1%	10.3%	11.7%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	37.6%	10.4%	11.9%	17.3%	21.0%
净负债比率	13.8%	0.0%	0.0%	4.9%	8.0%
流动比率	2.1	10.7	7.8	4.7	3.7
速动比率	1.8	9.2	6.4	4.0	3.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	2.8	1.8	1.5	1.7	2.1
应收帐款周转率	3.2	3.8	3.9	4.0	3.9
应付帐款周转率	2.9	6.1	6.7	5.7	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.88	0.62	0.83	1.09
每股经营现金	0.77	0.06	0.47	0.89	1.10
每股净资产	2.84	8.02	5.41	6.23	7.32
每股股利	0.10	0.20	0.11	0.11	0.11
估值比率					
PE	54.8	17.7	25.1	18.8	14.2
PB	5.5	1.9	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	52.9	35.6	24.7	17.5	12.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事。连续 5 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，两年第二名。连续三年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。