

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 21.14

合理价格区间(元):

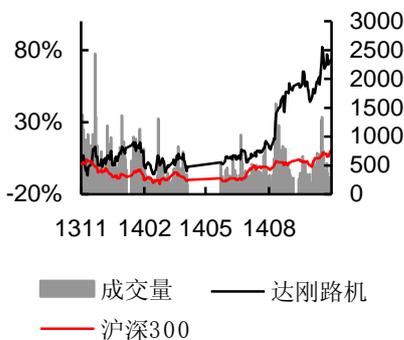
秦瑞 执业证书编号: S0570512070077
研究员 021-28972086
qinrui@mail.htsc.com.cn

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《达刚路机(300103):看好军品、海外工程及产业整合》2014.10
- 2《达刚路机(300103):业绩下滑不改长期逻辑,维持增持评级》2014.10
- 3《达刚路机(300103):业绩低预期,下半年主要看整合、重构》2014.08

股价走势图



受益“一带一路”,海外业务爆发在即

达刚路机(300103)

投资要点:

“一带一路”孕育巨大机遇,基建产业链公司最受益。“一带一路”是中央高层基于经济和政治双重考量后做出的重大战略决策,核心是基础设施互联互通。由于沿线多为发展中国家,经济发展水平落后,基础设施保有量匮乏,因此,“一带一路”建设孕育巨大发展机遇,国内基建产业链公司最受益。

新型快速筑养路工艺的引领者,必将受益“一带一路”建设。达刚路机是国内新型快速筑养路工艺的引领者,技术实力一流,5次获得工程机械TOP50奖,为路面机械行业最多。公司国内首创的同步封层、稀浆封层和就地再生等工艺,是对传统沥青路面筑养工艺的革命性颠覆,效率更高、成本更低,非常适合广大发展中国家在资金匮乏条件下大规模筑养路需要,未来必大大受益“一带一路”建设!

产品海外口碑和国际关注度高,海外业务具备突破潜力。达刚产品自2005年首次实现出口后,目前已累计销往全球40多个国家和地区,海外施工表现良好(故障率低、洒/撒布精度高、人工干预少),不仅为公司赢得了极高口碑和国际关注度,而且助其拿到斯里兰卡公路改造工程累计12亿订单。过去7年,超过10国国家元首或主要领导人访问、考察达刚并寻求与其合作,公司海外业务具备大规模突破的潜力。

牵手陕鼓集团,破除四大瓶颈,助推海外业务实现爆发性增长。今年6月份,公司宣布与陕鼓集团达成战略合作,陕鼓集团成为公司第一大股东。我们认为,引进陕鼓集团将有望真正破解长期制约公司发展的四大瓶颈,即管理、市场、资金和规模,提升公司中长期可持续增长能力。特别是,有了陕鼓集团在资金和管理上的强大支持,将极大地消除公司海外工程拓展时的核心障碍,释放公司海外业务潜力,助公司海外业务实现爆发性增长。

盈利预测与估值。基于我们的盈利预测模型,我们预计,2014-2016年,公司营业收入分别为4.13、6.21、7.99亿元,同比增长-22.6%、50.2%和28.7%;归属母公司上市股东净利润分别为0.67、1.29和1.81亿元,同比增长5%、92.2%和40.4%,对应EPS分别为0.32、0.61和0.86元,当前股价对应PE分别为66倍、35倍和25倍。维持“增持”评级!

风险提示:海外工程订单兑现低预期、“一带一路”建设进展缓慢、国内基建投资大规模下滑

公司基本资料

总股本(百万)	211.73
流通A股(百万)	155.11
52周内股价区间(元)	11.39-22.08
总市值(百万)	4,476.06
总资产(百万)	965.82
每股净资产(元)	3.78

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	533.87	413.45	620.86	799.07
+/-%	120.8%	-22.56%	50.17%	28.70%
净利润(百万)	63.95	67.16	129.05	181.14
+/-%	19.85%	5.02%	92.17%	40.36%
EPS	0.30	0.32	0.61	0.86
PE	70.00	66.65	34.68	24.71

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

正文目录

引言	3
有别于市场的看法	3
“一带一路”孕育机遇，基建产业链最受益	5
缘起丝绸之路，核心是基础设施互联互通	5
孕育巨大机遇，基建类公司最先受益	6
成立亚投行和丝路基金，为“一带一路”提供资金保障	7
达刚路机：新型快速筑养路工艺的引领者，受益“一带一路”建设	8
国产路面机械细分龙头，拥有全产业链业务优势	8
快速筑养路工艺的引领者，最适合发展中国家公路筑养需要	10
海外表现卓越，“一带一路”助公司海外业务大爆发	11
牵手陕鼓集团，突破制约公司发展的核心瓶颈	12
盈利预测与估值	13
关键假设	14
盈利预测与估值	15

图表目录

图 1: 达刚路机推荐时点图	3
图 2: “一带一路”时间路线图	5
图 3: 中国和“一带一路”部分国家公路密度对比	7
图 4: 中国和“一带一路”部分国家人均 GDP 对比	7
图 5: 具备全产业链业务优势	9
图 6: 沥青混凝土摊铺工艺图	10
图 7: 沥青碎石层铺工艺图	10
图 8: 斯里兰卡项目（一期）运作模式	11
表格 1: “一带一路”提出至今取得的进展	6
表格 2: 全球主要金融援助机构对比（单位：亿美元）	8
表格 3: 公司主要产品所获奖项	9
表格 4: 同步封层工艺成本优势明显（以养护应用为参考）	10
表格 5: 非洲、东南亚、中东及中亚等多个国家元首到公司考察、洽谈	12
表格 6: 业务分项预测表（单位：百万元）	14

引言

今年6月17日，达刚路机宣布与陕鼓集团达成战略合作，原实际控制人孙建西及李太杰夫妇将其持有的29.95%的股权转让给陕鼓集团，转让完成后，陕鼓集团成为公司第一大股东，并计划派驻部分董事和相关高级管理人员。我们第一时间即召开电话会议，邀请公司高管对双方合作事宜进行解读，并旗帜鲜明地表示，公司发展的重要拐点已经到来，建议市场立即“买入”！

7月7日，我们发布调研报告《联姻陕鼓有望提升公司长期增长能力》，再次明确看好陕鼓集团入主对达刚的影响，认为，陕鼓集团的入主，将有望改变公司长期以来技术强、管理弱、市场软的局面，达刚的长期增长能力已然大大提升。此后，我们先后在8月25日、10月15日和10月24日，分别发布三篇跟踪报告，明确告知市场，公司短期业绩波动无需过分担忧，公司未来的增长点在于国内市场的大幅改善、海外工程的持续接单和军品的兑现。

图 1: 达刚路机推荐时点图



资料来源：华泰证券研究所

自6月17日推荐以来，达刚路机股价从复牌前的11.99元已经涨到21.14元，涨幅达到76.3%。站在今天这个时点，我们如何看待达刚路机股价未来的走势？是否还有上涨空间？如果有，那么，下一阶段，公司股价进一步上涨的动力是什么？

关于这一系列问题，我们的答案是：

我们认为，达刚路机将是未来2-3年内机械行业的大牛股之一！我们保守认为，公司明年市值增长空间仍然1倍以上，动力仍然来自于陕鼓入主后国内市场潜力的极大挖掘、军品市场的不断兑现和“一带一路”对公司海外业务的撬动。

本报告无意一一而叙，我们将着重从“一带一路”的角度去继续阐述我们的想法。

有别于市场的看法

我们认为：

1、“一带一路”并非经济上的权宜之计，而是经济+政治上双重考量后作出的重大战略决策，因此，中央推动“一带一路”的决心和能力毋庸置疑。我们该担忧的不是“一带一路”会不会真正推进的问题，而是推进的究竟可能会多快的问题！

2、“一带一路”的核心是基础设施互联互通，公路、铁路、港口等则是重中之重。沿线国家经济发展水平普遍落后，基础设施保有量严重不足，投资缺口巨大。因此，“一带一路”建设孕育巨大机遇，基建产业链公司最受益。

3、达刚路机是国内新型快速筑养路工艺的引领者，其自主研发的同步封层、稀浆封层和就地再生等系列工艺，是对传统工艺的革命性颠覆，可实现高效、低成本快速修路、养路需要，是解决发展中国家在资金匮乏条件大规模建设和养护公路难题的良方！**这是公司能够受益“一带一路”建设的必要条件之一！**

4、达刚路机产品已出口超过 40 多个国家，海外施工表现良好，这不仅为公司积累了足够的口碑，而且助其赢得了斯里兰卡国家公路局 8 亿超级工程大单。过去几年，有超过 10 个国家的国家元首或主要领导人到访达刚，寻求与公司之间的合作，公司海外业务具备爆发的现实基础！**这是公司能够受益“一带一路”建设的必要条件之二！**

5、陕鼓集团入主，破除制约公司发展的四大核心瓶颈：管理、市场、资金、规模。特别是，大股东在管理、资金等方面的支持，极大地消除了公司海外业务拓展时的后顾之忧，使公司能够大胆放手去承揽更多海外业务（尤其是海外工程业务）。**这是公司能够受益“一带一路”建设的充分条件！**

“一带一路”孕育机遇，基建产业链最受益

缘起丝绸之路，核心是基础设施互联互通

“一带一路”（One Belt and One Road）是指“丝绸之路经济带”和21世纪“海上丝绸之路”。“一带一路”概念的提法最早始于去年9月。2013年9月7日，习近平出访中亚四国，并在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表重要演讲，首提“丝绸之路经济带”的战略倡议；2013年10月3日，习近平访问印度尼西亚，在印尼国会发表重要演讲，首提“21世纪海上丝绸之路”。

图 2: “一带一路”时间路线图



资料来源：中国经济网，华泰证券研究所

缘起古代丝绸之路。“一带一路”的重新提出，缘起古代丝绸之路，即以西汉时张骞出使西域开辟的以长安（今陕西西安）起点，经关中平原、河西走廊、塔里木盆地，到锡尔河与乌浒河之间的中亚河中地区、大伊朗，并联结地中海各国的陆上通道。丝绸之路是古代中国与西亚及欧洲各国之间经济和文化交流的重要纽带，是全球化的历史典范。

我们认为，新一届中央政府重提“一带一路”，既有经济上的考虑，又有政治上的考虑：

从经济意义上讲，“一带一路”是为了扩大中国对外贸易合作空间，为中国具备比较优势产业寻找新的出口市场，帮助消化国内过剩产能，为结构调整和产业升级赢得时间和创造条件；从政治意义上讲，“一带一路”是中国开始尝试主导制定新的世界贸易游戏规则，短期与美国主导的 TPP 抗衡，长期是为了抢占全球经济话语权。

因此，“一带一路”的战略意义不容置疑，中央推行“一带一路”的决心和能力不容低估。这是我们思考“一带一路”对基建产业链影响的逻辑起点。

核心是基础设施的互联互通。关于“一带一路”的具体构想，习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学演讲时有过具体阐述，归纳起来，就是做好五通：政策沟通；道路联通；贸易畅通；货币互通；民心相通。具体包括：

开辟交通和物流大通道；实现贸易和投资便利化，打破地区经济发展瓶颈；推进各国金融产业合作；成立能源俱乐部组织；建立粮食合作机构。而其中，**加强基础设施的互联互通是“一带一路”的核心倡议**，这也是今年 APEC 会议的三大议题之一（三大议题：推动区域经济

一体化，促进经济创新发展、改革与增长，加强全方位基础设施与互联互通建设)。

倡议已获得超过 20 国的积极响应和支持。自 2013 年 9 月以来，已有多个国家公开宣布支持中国“一带一路”建设的倡议，其中包括，乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、俄罗斯、蒙古、海湾阿拉伯国家合作委员会各成员国（阿联酋、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特和沙特阿拉伯等 6 国）、巴基斯坦、老挝、缅甸、孟加拉国、柬埔寨、东帝汶、斯里兰卡、马尔代夫等，“一带一路”倡议取得重要进展。

表格1：“一带一路”提出至今取得的进展

时间	国家	主要内容
2013 年 9 月	土库曼斯坦	与土库曼斯坦签署了《关于建立战略伙伴关系的联合宣言》， 共同推动丝绸之路经济带的建设
2013 年 9 月	哈萨克斯坦	在纳扎尔巴耶夫大学发表演讲，弘扬中哈友谊， 共同建设丝绸之路经济带
2013 年 9 月	乌兹别克斯坦	与乌兹别克斯坦签署了《关于进一步发展和深化战略伙伴关系的联合宣言》
2013 年 9 月	吉尔吉斯斯坦	就深化中吉关系，开展互利合作交换意见，签署并发表成果文件
2013 年 10 月	印度尼西亚，马来西亚	在印尼国会发表演讲，阐述中国对进一步促进中印尼关系和中国 - 东盟关系发展的构想，以及中国的和平发展理念
2014 年 3 月	荷兰	参加中荷经贸合作论坛，表示愿和荷方一道，共促两国关系在中欧关系中一马当先
2014 年 3 月	德国	邀请德国参与“一带一路”的建设
2014 年 3 月	法国	在中法建交 50 周年发表演讲，强调中国梦是法国的机遇，法国梦也是中国的机遇
2014 年 3 月	比利时	在布鲁日欧洲学院发表演讲，强调中欧要共同努力，促进人类文明之花竞相绽放
2014 年 7 月	韩国	在首尔大学发表演讲：中韩好邻居金不换
2014 年 8 月	蒙古	签署联合宣言，宣布将两国关系提升为全面战略伙伴关系， 为丝路经济带打开新局面
2014 年 9 月	塔吉克斯坦	以丝绸之路经济带为契机 ，加强油气、电力方面的合作，建设好横跨中亚的天然气管道
2014 年 9 月	马尔代夫	强调马尔代夫在海上丝绸之路中的重要地位
2014 年 9 月	斯里兰卡	在斯里兰卡《每日新闻》发表署名文章《做同舟共济的逐梦伙伴》，愿以 “海上丝绸之路”为契机加强在港口建设运营方面的合作
2014 年 9 月	印度	“加快推进孟中缅印经济走廊建设”， 以一带一路为契机 ，在亚洲基础设施投资银行的框架内加强合作，推动区域经济一体化和互联互通的进程

资料来源：互联网，华泰证券研究所

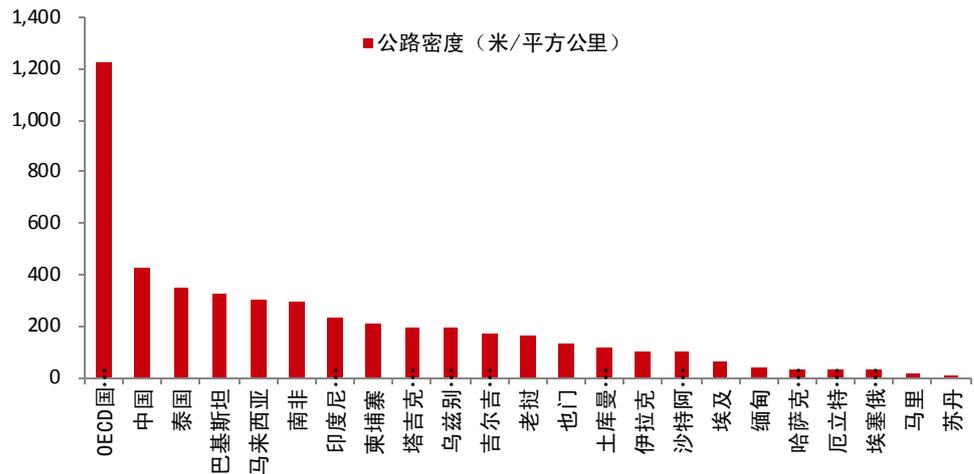
孕育巨大机遇，基建类公司最先受益

“一带一路”覆盖度极广，潜在影响巨大。“一带一路”横跨欧亚非，沿线大多是新兴经济体和发展中国家，总人口约 44 亿，占全球总人口的 63%；GDP 总量约超 21 万亿美元，接近全球 GDP 份额的 30%。这些国家普遍处于经济发展的上升期，且政局相对比较稳定，与中国传统关系良好，具备广泛合作的潜力和政治基础。

基础设施保有量严重匮乏。目前，“一带一路”沿线国家的基础设施极其落后，基础设施平均保有量远低于国际平均水平。以中亚五国的公路基础设施为例，截止 2013 年，中亚五国（乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦）的路网密度为 142.61 米/平方公里，仅为同期中国路网密度的 32%，OECD 国家的 11.6%（同期，中国路网密度为 441.6 米/平方公里，OECD 国家路网密度为 1228.3 米/平方公里）。

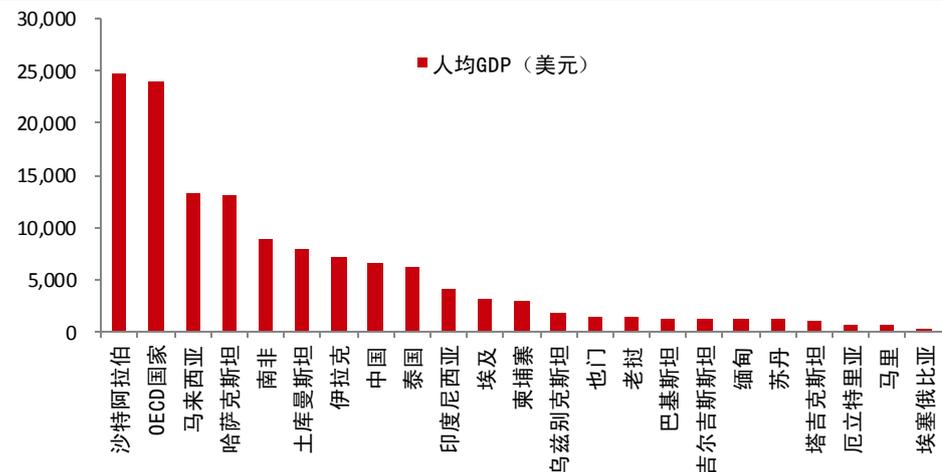
特别地，以哈萨克斯坦为例，哈国国土面积超过 270 万平方公里，人口超过 1700 万，是独联体内除俄罗斯之外最大的国家。但到目前，哈萨克斯坦的公路总里程仅有 9 万公里，平均路网密度仅为 34.5 米/平方公里，远低于全球平均水平及亚洲邻国。

图 3: 中国和“一带一路”部分国家公路密度对比



资料来源: 互联网, 华泰证券研究所

图 4: 中国和“一带一路”部分国家人均 GDP 对比



资料来源: 互联网, 华泰证券研究所

基建先行, 相关公司最受益。按照习近平关于“一带一路”的倡议, 基础设施的互联互通将是未来“一带一路”建设的核心环节, 而其中, 公路、铁路、港口、航空及通信等均为基础设施的重要组成部分, 必将是未来中外合作的重点领域, 相关公司预计将会长期受益。

而从重要性及推进的难易程度来看, 公路在整个交通运输中起着基础性关键作用, 将是未来基建合作的优先方向, 也是较为容易推进的领域。因此, 我们判断, 一旦相关规划最终落地执行, 将会有大量公路建设合作项目会推出, 公路产业链公司有望最先分享“一带一路”的政策红利。

成立亚投行和丝绸基金, 为“一带一路”提供资金保障

2013年10月, 习近平主席出访印尼, 提出**筹建亚洲基础设施投资银行的倡议**, 并表示, 为促进本地区互联互通建设和经济一体化进程, 中方愿向包括东盟国家在内的本地区发展中国家基础设施建设提供资金支持。

21国签署筹建亚投行谅解备忘录。2014年以来, 中国进一步积极宣传亚投行, 并先后和亚洲各国进行了广泛沟通。10月24日, 中国、印度、孟加拉国、文莱、柬埔寨、哈萨克斯坦、科威特、老挝、马来西亚、蒙古国、缅甸、尼泊尔、阿曼、巴基斯坦、菲律宾、卡塔尔、新

加坡、斯里兰卡、泰国、乌兹别克斯坦和越南等 21 国在北京正式签署了《筹建亚投行备忘录》，约定亚投行的注册资本为 1000 亿美元，初始认缴资本目标为 500 亿美元左右，实缴资本为认缴资本的 20%。

成立丝绸基金，直接对“一带一路”国家进行资金支持。2014 年 11 月 8 日，习近平宣布，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，为“一带一路”沿线国基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持。丝绸基金的成立，将成为亚投行的重要补充，为“一带一路”建设提供更多资金支持。

表格 2：全球主要金融援助机构对比（单位：亿美元）

机构名称	成立时间	注册资本	注册地	股权结构	宗旨	业务模式及主要领域
亚洲基础设施投资银行 (AIIB)	-	1000	中国	中国持股比例约 50%	通过支持亚洲国家基础设施和其他生产性领域的投资，促进亚洲地区经济发展和区域经济合作	向主权国家的基建项目提供贷款，或引入 PPP 模式，帮助完善基础设施
丝路基金	-	400	中国	中国持股比例约 100%，未来其他国家可参与	为“一带一路”沿线国基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持	向“一带一路”沿线国家直接提供资金支持
亚洲开发银行 (ADB)	1966	550	菲律宾	美国、日本持股比例均为 16.054%，中国持股比例 6.628%，居第三	向会员国提供贷款和技术援助，帮助协调会员国或地区成员在经济、贸易和发展方面的政策，同联合国及其专门机构进行合作，以促进亚太地区的经济发展	通过向成员国提供贷款、股本投资、技术援助及担保，帮助成员国消除贫困，促进亚太区经济与社会发展
世界银行 (WBG)	1945	100	美国	美国、日本持股比例分别为 15.85%、6.84%，中国持股比例 4.42%，居第三	帮助二战后相关国家重建，现在主要资助发展中国家或转型国家克服贫困，提高生活水平	向成员国提供优惠贷款，但同时对受贷国提出一定的要求，比如减少贪污或建立民主

资料来源：互联网，华泰证券研究所

亚投行+丝绸基金为国内公司参与“一带一路”建设提供资金保障。根据亚洲开发银行的预测，未来 10 年，亚洲各国基础设施投资需求预计将达到 8 万亿美元，而“一带一路”沿线国家的经济发展水平普遍较低，基建资金缺口巨大。

因此，亚投行和丝绸基金的成立，将为“一带一路”建设提供重要的资金来源，不仅可以帮助沿线国家解决融资难题，也可以充分发挥中国在资金、技术方面的比较优势。而中国作为亚投行、丝绸基金的主要出资人和主导者，基建产业具备相对比较优势，必将率先分享“一带一路”建设所带来的机会。

达刚路机：新型快速筑养路工艺的引领者，受益“一带一路”建设 国产路面机械细分龙头，拥有全产业链业务优势

源自国内顶尖公路学科专业学院，技术实力一流。达刚路机创办于上世纪 90 年代，核心创始人为李太杰教授及其科研团队。李太杰先生是国务院“政府特殊津贴”享有人，原西安公

路交通大学¹（详见脚注）教授，在公路学科相关领域从事教学与科研 50 多年，是国内顶尖的技术专家和多个公路机械国产化及国家技术标准的主导者。

目前，公司主要产品包括沥青脱桶设备、沥青改性设备、乳化沥青设备、智能沥青洒布车、沥青运输车、同步封层车、稀浆封层车、就地冷再生机等，其中，智能沥青洒布车、同步封层车、稀浆封层车及冷再生机均为国内首创，技术及性能国内一流，**并先后 5 次获得工程机械 TOP50 奖等（路面机械行业获此奖项次数最多的企业）**，获得客户及社会高度认可。

表格3：公司主要产品所获奖项

年份	奖项	获奖产品
2013	工程机械 TOP50 年度产品（应用贡献金奖）	DG2500L 冷再生机
2011	工程机械 TOP50 年度产品	DGL5311TFC 型沥青碎石同步封层车
2010	工程机械 TOP50 年度产品（应用贡献金奖）	DGL5310TXJ 型微表处/稀浆封层车
2008	工程机械 TOP50 年度产品	SX5255GLQ 型智能橡胶沥青洒布车
2006	工程机械 TOP50 年度产品	SX5160GLQ 型智能沥青洒布车

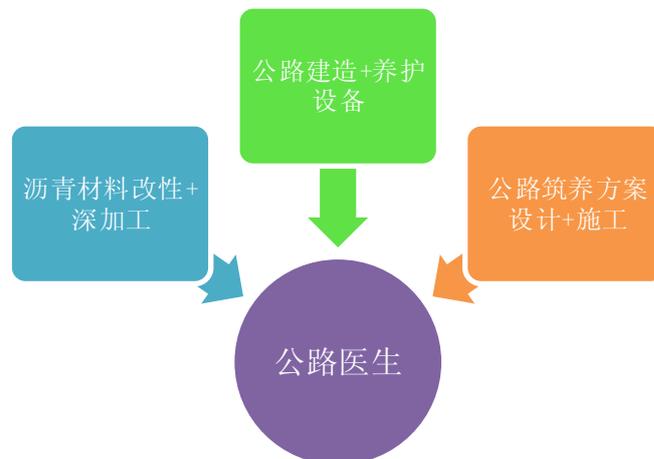
资料来源：互联网，华泰证券研究所

向上下游不断延伸，从设备制造商转型成为公路全科医生。2011年6月，公司与斯里兰卡国家公路局签署关于斯里兰卡国家公路升级改造计划的总包合同，金额约 1.3 亿美元，从而将业务范围向下游延伸至工程总包领域。

2012年6月，公司自主建设的沥青材料实验室（一期）正式投入使用，该实验室可以完成包括基质沥青、改性沥青、橡胶沥青及乳化沥青的生产配比及沥青改性过程中的相关指标的检测，从而实现了对上游材料领域的布局，对完善及改进公司主导的同步封层、稀浆封层、冷再生等新型工艺具有十分重要的指引作用。

我们认为，向下游工程总包和上游材料改性领域的拓展，进一步提升了公司应对各种公路病害的诊断、分析及施工工艺/方案设计能力，使公司逐步从单纯的设备供应商转型成为“公路全科医生”式的综合解决方案供应商。

图 5： 具备全产业链业务优势



资料来源：华泰证券研究所

¹ 西安公路交通大学，前身为 1951 年成立于兰州的西北交通学校，1952 年东迁西安，改名为交通部西安汽车机械学校，1995 年更名为西安公路交通大学，1997 年并入长安大学。该校为国内公路交通领域内学科最齐全、专业配套最完备、办学规模最大的高等院校，也是亚洲规模最大的一所公路专业大学，被誉为中国公路交通行业的“黄埔军校”。

产业特性决定“全科医生”模式更具长期竞争力。市场有人质疑，认为做设备的公司去做工程，或者去研究材料，是不务正业，其实不然。我们恰好相反！我们认为，公司在战略上的延伸有助于进一步提升公司在公路后市场(Road Maintenance)领域内的综合竞争力，扩大公司的护城河，主要理由如下：

一方面，公路病害纷繁复杂，不同病害需要不同设备来处理，同时配合不同的材料和施工工艺，因此，设备、材料与施工工艺相互依赖，单纯的设备供应商很难在行业长期竞争中立足。

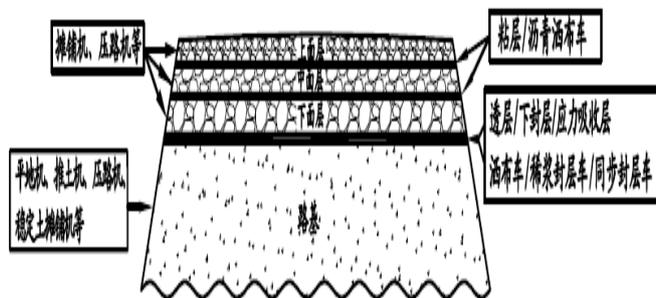
另一方面，材料、工艺的进步，要求设备同步进行更新或革命，而设备的研发、改进，往往也需要从施工过程中积累经验，并同时要做到与材料的适配，因此，掌握材料和施工工艺的企业，往往能更及时对设备进行更新或研发新的设备，从而抢占市场先机。

快速筑养路工艺的引领者，最适合发展中国家公路筑养需要

作为国内一流的智能沥青路面机械制造商，公司在新型筑路和养路工艺方面始终走在行业前列，其自主研发的同步封层工艺、稀浆封层工艺和冷再生工艺，是对传统沥青路面筑养方式的革命性颠覆，成本更低、效率更高。

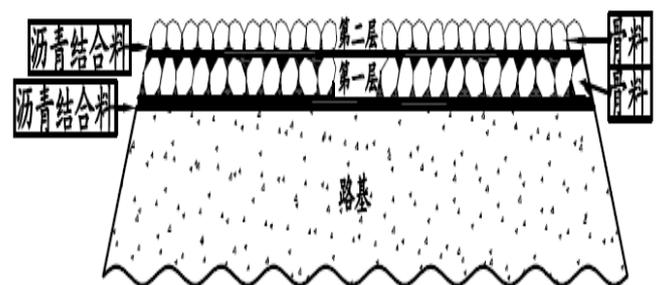
以同步封层工艺为例，该工艺是指用同步碎石封层车，将碎石及粘结材料（改性沥青或改性乳化沥青）同步铺洒在路面上，通过自然行车或使用轮式压路机碾压形成沥青碎石磨耗层。

图 6: 沥青混凝土摊铺工艺图



资料来源：互联网，华泰证券研究所

图 7: 沥青碎石层铺工艺图



资料来源：互联网，华泰证券研究所

同步封层工艺较传统沥青混凝土摊铺工艺效率更高、成本更低。同步碎石封层具有良好的抗滑性能和防渗水性能，既可以应用于沥青路面的预防性养护，也可以直接作为低等级公路的沥青面层，因而，在国外公路养护或低等级公路改扩建方面拥有广泛而成熟的应用。

特别地，当其被用于低等级公路的修建时，同步封层工艺相对于传统的沥青混凝土摊铺方式，因其不需要将沥青和碎石在拌合站进行预拌，故节约了大量的拌合时间和材料运输成本，修路效率得以大幅提升，成本则大幅降低。

表格 4: 同步封层工艺成本优势明显（以养护应用为参考）

养护技术	初期费用 (元/m ²)	预期寿命 (年)	周期寿命费用 (元/m ² /年)
稀浆封层	18	2	9
微表处	22	3	7.3
超薄磨耗层 Novochip	42	4	10.5

沥青混凝土加铺	32	3	10.7
同步碎石封层	14	3	4.7

资料来源:《同步碎石封层应用研究》,华泰证券研究所

高效、低成本筑养路方式最适合发展中国家筑养路需要。目前,广大发展中国家,特别是“一带一路”沿线地区,如南亚、西亚或非洲,经济发展水平极为落后,公路路网严重不足,也进一步制约了当地经济的发展,因此,迫切需要大规模建设公路网。而新建公路网,以传统工艺去施工,不仅效率极低,而且施工成本要远高于新型工艺,这对急需大规模扩建公路、而资金又相对匮乏的国家而言是非常不现实的。

综上,基于公司新型筑养路工艺自身高效、低成本的特点,以及广大发展中国家公路建设的现实需要,我们判断,公司有望在未来的“一带一路”建设中极大地受益。

海外表现卓越,“一带一路”助公司海外业务大爆发

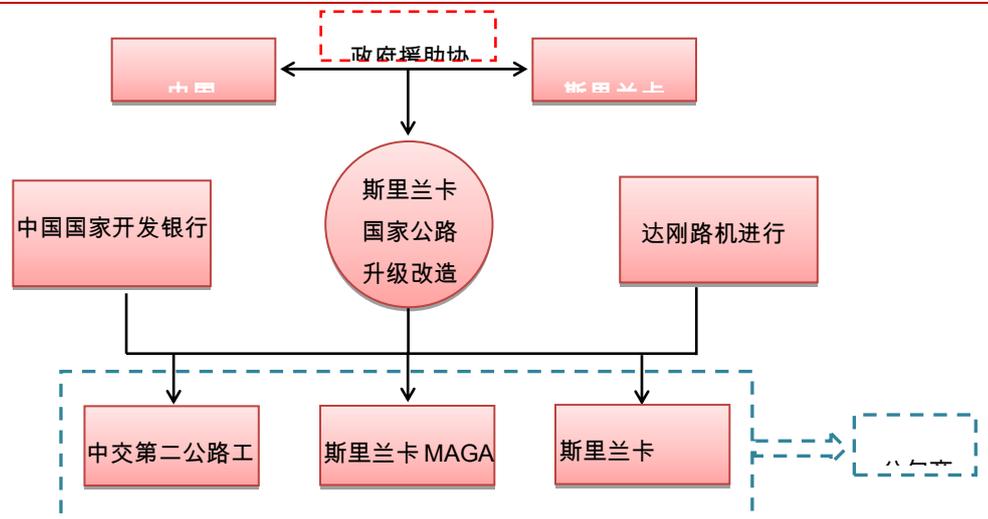
作为本土新型快速筑养路工艺的引领者和国产智能沥青设备的领先企业,公司自2005年开始就实现了产品的“走出去”,首次向安哥拉出口3台智能沥青洒布车。此后,公司的系列产品又进一步销往埃塞俄比亚、越南、哈萨克斯坦、斯里兰卡、俄罗斯、印度、加纳、韩国、巴西、葡萄牙、瑞士、澳大利亚、尼日利亚等40多个国家和地区。

产品施工表现优秀,助力公司赢取海外工程大订单。公司产品在国外施工过程中反馈良好,施工效率高,故障发生率低,而且,与其他国内外同类型竞争对手相比,公司产品在动力系统、精确控制和系统集成等方面优势明显。

以智能沥青洒布车为例,公司的洒布车更节能、自动化程度更高,基本无需人工干扰,而且,撒布精度不受车辆行驶速度影响,因而,对施工人员的要求也大大降低。而主要竞争对手的产品大多是半自动的,精度受施工人员的影响比较大。

得益于公司产品在国外市场积累的较高的用户口碑,公司成功介入下游公路工程总包市场。2011年6月,公司与斯里兰卡国家公路局签署了关于斯里兰卡国家公路升级改造计划的工程总包合同,金额约1.3亿美元,共计137.87公里。公司负责项目方案的总体设计、施工工艺选择,并提供相关设备,由中交第二公路局、斯里兰卡MAGA工程有限公司、斯里兰卡ACCESS工程有限公司进行具体施工。

图 8: 斯里兰卡项目(一期)运作模式



资料来源:华泰证券研究所

施工表现获认可，后续订单接踵而至。公司斯里兰卡一期项目的表现得到了斯里兰卡方面的高度认可，斯总统亲自出席一期第一标段的公路竣工仪式，并给予达刚公司高度评价。正因为如此，2013年12月和2014年1月，公司再次复制一期项目模式，先后与斯里兰卡国家公路局签署公路改造升级二期和三期项目，金额分别为2207.87和4402.38万美元，合计约4亿元，为公司明后年业绩的持续增长奠定了良好基础。

顺应国内外需要，成立国际公路养护技术培训中心，谋划海外市场更大突破。2013年，公司将业务进一步向上延伸，在西安成立国际公路养护技术培训中心。成立该中心，是因为公司注意到很多发展中国家完全没有公路养护的意识和技术能力，有不少中国政府援建的项目，因为后期的养护不当，导致公路破坏严重，使用寿命不达预期。

因此，成立该中心的目的，就是计划利用达刚在国际沥青公路技术方面的领先优势，帮助发展中国家成立国家公路病害防治养护技术中心，通过“一对一”技术培训和技术服务，进一步扩大公司产品在境内外市场的影响力和市占率。

“一带一路”为公司创造绝佳历史机遇，海外业务预计将迎来大爆发。我们认为，“一带一路”建设将为公司创造绝佳历史机遇，这主要是因为：

首先，公司业务完全契合“一带一路”的最核心需求，即基础设施的互联互通；其次，公司的新型快速筑养路工艺非常适合发展中国家在资金匮乏的条件下实现快速、低成本修路的内在需求；再者，公司产品及斯里兰卡工程为公司在国内外用户中赢得了较高的口碑和广泛的国际关注度，为继续扩大海外业务奠定了坚实的基础；最后，西安是“一带一路”战略桥头堡，而公司又是陕西省基建产业链优秀民企之一，未来必然是政策支持的重点。

表格5：非洲、东南亚、中东及中亚等多个国家元首到公司考察、洽谈

时间	国家	所在地区	来访领导	主要内容
2014年8月	丝绸之路沿线国家	丝绸之路经济带	驻华使馆外交官及国内外媒体记者	参观了达刚路机生产装配车间，详细考察了沥青碎石同步封层车、冷再生机、薄层罩面摊铺机、纤维稀浆封层车等主打产品
2014年3月	老挝	东南亚	副总理及随行23人	参观了达刚自主集成创新的筑养路系统设备集群和施工工艺
2012年9月	刚果(金)、喀麦隆、科特迪瓦、塞内加尔、加蓬	非洲	五国主流媒体团	参观公司生产线， 给予公司在非洲更好的宣传支持
2012年9月	黑山	地中海国家	前总理、现任社民党主席	参观公司的生产车间， 期待后续在施工和设备方面的合作
2010年12月	马里	西非	国内安全和民防部长	参观公司的生产车间， 期待后续在施工和设备方面的合作
2008年11月	南非	非洲	政府官员	参观公司的生产车间， 期待后续在设备方面的合作
2008年10月	以色列	西亚	副议长	参观公司车间，深入了解公司路面机械
2008年1月	多米尼加	加勒比海	众议长	参观公司设备生产线， 期待后续合作
2007年7月	伊拉克	西亚	总统	考察了公司的路面机械生产线， 欢迎公司参与伊拉克的路面重建工作

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

牵手陕鼓集团，突破制约公司发展的核心瓶颈

牵手陕鼓集团，达成战略合作。2014年6月，公司原实际控制人孙建西与李太杰夫妇与陕鼓集团签署股权转让协议，按照协议约定，孙建西和李太杰将分别向陕鼓集团转让公司7.78%和22.17%的股权；同时，陕鼓集团将向李太杰转让其所持有的陕鼓动力3%的股权。转让完成后，陕鼓集团成为公司第一大股东，持股比例为29.95%，原实际控制人孙建西及李太杰夫妇合计持股比例下降至29.83%。

关于公司与陕鼓集团的战略合作问题，我们在此前的电话会议及7月6号的调研报告《**联姻陕鼓有望提升公司长期增长能力**》里都有过详细解读，但市场迄今仍有诸多质疑，主要集中在以下几个方面：1) 转让股权是不是为了套现，或逐步退出？2) 为什么不卖给民企，而要卖给国企？国企能比达刚管理得更好么？3) 陕鼓与达刚业务毫无交叉，二者如何能够发挥协同效应？这些我们都在此前的报告里已有解释，在后续的路演中也反复与市场沟通过，不再赘述。

我们重申，我们强烈看好公司与陕鼓集团的战略合作！我们认为，达刚实际控制人之所以主动将控制权转让，这不是退出，更不是为了套现，而是在认识到制约达刚公司长期发展瓶颈之后所做的战略性选择，是以退为进，是为了帮助公司突破瓶颈，实现更大更好地发展！具体体现在以下四个方面：

第一，突破管理的瓶颈。管理是公司最大的瓶颈，也始终是公司最致命的短板，这在公司上市、规模快速扩大后尤为体现出来。而陕鼓是陕西省非常优秀的国企，过去十年两次战略调整都很好地把握了产业发展的大趋势，收入、利润连续10年复合增速高达30%以上，其企业管理被相关部门引为国资经典！因此，引进陕鼓集团作为大股东，有助于提升达刚的管理能力，将达刚的强大技术和陕鼓的优秀管理相结合，更好地抓住公路后市场发展大机遇。

第二，突破市场的瓶颈。市场是公司面临的主要瓶颈之一。作为新型筑养路工艺的引领者，公司产品相对传统设备和工艺对施工效率、成本等方面均有显著优势，但对传统工艺的替代却步履维艰，主要原因在于公路养护产业的体制机制，导致整个行业地方保护很严重，市场分割严重，即使如达刚这样的技术优势民企也很难在其他地方抢占主流市场。

引进陕鼓集团对公司市场开拓的意义体现在国际国内两个方面：国内方面，可利用陕鼓集团的国企身份，帮助公司更好地开拓国内地方市场；国际方面，可以借助陕鼓在国外的销售网络，加强公司产品的直接出口。

第三，突破资金的瓶颈。资金也是制约公司发展的另一大瓶颈。特别是，从2011年起，公司开始介入下游工程总包行业，并先后与斯里兰卡国家公路局签署累计12亿元的订单。海外工程需要开行履约保函，且工程前期垫资较多，因此，资金就成为严重制约公司发展的关键因素之一（斯里兰卡一期项目，公司董事长孙建西及李太杰拿自己所持股票为上市公司提供融资担保），这也是公司在后续工程市场十分谨慎的重要原因（不是没有机会签新的工程订单，而是没有资金实力接新的订单）！

与陕鼓集团战略合作后，依托陕鼓集团强大的资金实力，以及国企的优秀融资能力，有助于解决公司海外业务拓展时的资金瓶颈。

第四，突破规模的瓶颈。规模是制约公司发展的另一瓶颈。公司的特点是，技术强，产品好，产品线非常完备，但单一产品产销量都非常低，导致规模效应无法显现，大量生产需要外协外购。与陕鼓合作后，可利用陕鼓的资源和市场开拓能力，快速提升公司生产规模，扩大规模效应，而且大量通用部件的机械加工也完全可以外包给陕鼓来做。

综上，我们看好公司与陕鼓集团的战略合作。我们认为，陕鼓的入主将有助于公司突破制约中长期发展的核心障碍，从而将公司一流的技术和领先优势充分发挥出来，使公司发展再上新台阶。

盈利预测与估值

关键假设

1、明年是“十二五”国检年，公路养护设备需求将呈现周期性地增长。陕鼓入主后，将进一步改造达刚销售体系，注入市场资源，明年设备销售状况将大幅改善。

我们假定，2014-2016年，达刚核心拳头产品同步封层车的销量分别为60/85/110台，智能沥青洒布车销量分别为32/45/60台，稀浆封层车销量分别为10/20/30台，冷再生机销量分别为2/10/15台，其他产品的销售收入未来三年的复合增速大约35%左右。

2、我们假定斯里兰卡二期、三期共4亿工程订单将主要在2015年确认，确认金额大约为3亿左右。另考虑到公司此前在斯里兰卡的施工表现已得到对方高度认可，预计2015年斯里兰卡仍将有部分工程订单落地，从而保证2015、2016年斯里兰卡工程贡献收入仍维持在3亿元左右。

3、出于谨慎性原则，在最终合同落地之前，我们暂不考虑除斯里兰卡之外的其他海外工程订单。

4、考虑到公司相关军品业务正在推进，订单趋势尚未明朗，本次盈利预测暂不将军品的潜在贡献考虑在内。

5、暂不考虑陕鼓将可能推动的外延式扩张。

表格6：业务分项预测表（单位：百万元）

产品/业务	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
沥青碎石同步封层车	62.07	65.01	63.5	69	102	137.5
YOY	5.8%	4.7%	-2.3%	8.7%	47.8%	34.8%
毛利率	44.0%	42.6%	40.7%	42.0%	42.0%	42.0%
智能型沥青洒布车	33.24	34.44	20.78	28.96	40.95	54.6
YOY	-23.9%	3.6%	-39.7%	39.4%	41.4%	33.3%
毛利率	49.4%	50.7%	47.5%	49.0%	49.0%	49.0%
稀浆封层车	18.29	2.52	5.91	12	25	39
YOY	87.6%	-86.2%	134.5%	103.0%	108.3%	56.0%
毛利率	39.2%	44.8%	40.8%	44.0%	44.0%	44.0%
液态沥青运输车	18.29	2.56	0.38	2.9	8.7	17.4
YOY	87.6%	-86.0%	-85.2%	663.2%	200.0%	100.0%
毛利率	52.6%	36.2%	51.7%	45.0%	45.0%	45.0%
路面冷再生机			5	11	70	105

YOY				120.0%	536.4%	50.0%
毛利率		34.3%	61.0%	62.0%	63.0%	
其他产品	78.81	23.01	31.02	41.88	56.53	76.32
YOY	128.0%	-70.8%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利率	32.3%		44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
工程业务收入		87.47	397.53	232.71	297.67	339.24
YOY			354.5%	-41.5%	27.9%	14.0%
毛利率		8.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
其他业务收入	23.12	26.83	9.75	15	20	30
YOY		16.0%	-63.7%	53.8%	33.3%	50.0%
毛利率	40.0%	5.0%	20.0%	25.0%	30.0%	30.0%
营业总收入	233.82	241.84	533.87	413.45	620.86	799.06
YOY	52.8%	3.4%	120.8%	-22.6%	50.2%	28.7%
综合毛利率	40.7%	23.2%	17.2%	24.4%	29.1%	31.3%

资料来源：华泰证券研究所

盈利预测与估值

基于我们的盈利预测模型，我们预计，2014-2016年，公司营业收入分别为4.13、6.21、7.99亿元，同比增长-22.6%、50.2%和28.7%；营业利润0.72、1.43和2.03亿元，同比增长-1.2%、98.2%和41.2%；归属母公司上市股东净利润分别为0.67、1.29和1.81亿元，同比增长5%、92.2%和40.4%，对应EPS分别为0.32、0.61和0.86元，当前股价对应PE分别为66倍、35倍和25倍。

考虑到政府高层正自上而下推动“一带一路”建设，预计明年起，基础设施建设领域将会有越来越多的对外援建项目落地，作为国内新型快速筑养路工艺的引领者，公司产品和工艺非常契合“一带一路”沿线国家快速、低成本修路和养路需要，未来必将是“一带一路”建设的重要受益者。

公司前期的海外表现为公司积累了良好的口碑和较高的国际关注度，潜在国际合作意向众多，为公司继续推动海外业务增长奠定了良好的基础。而强势股东陕鼓集团的入主，则不仅有助于大幅提升公司的内部管理和国内市场开拓能力，而且极大地缓解公司海外业务拓展时的资金和风险问题，海外业务爆发在即。

基于以上判断，我们维持对公司“增持”评级。

风险提示：海外工程订单兑现低预期、“一带一路”建设大幅低预期、国内基建投入大规模下滑

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	786	857	864	949
现金	534	656	554	512
应收账款	167	135	202	260
其他应收账款	6	6	9	11
预付账款	2	2	2	3
存货	69	47	66	82
其他流动资产	9	12	31	80
非流动资产	154	178	195	200
长期投资	17	0	0	0
固定资产投资	118	148	164	167
无形资产	14	14	14	16
其他非流动资产	5	17	17	17
资产总计	941	1035	1059	1148
流动负债	162	212	152	140
短期借款	0	0	0	0
应付账款	92	21	31	40
其他流动负债	70	192	121	100
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	164	212	152	140
少数股东权益	0	0	0	0
股本	212	212	212	212
资本公积	313	313	313	313
留存公积	253	298	383	484
归属母公司股	777	823	907	1009
负债和股东权益	941	1035	1059	1148

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	1	155	-40	47
净利润	64	67	129	181
折旧摊销	10	14	17	20
财务费用	-19	-17	-17	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-58	96	-174	-143
其他经营现金	5	-5	5	4
投资活动现金	-28	-28	-34	-24
资本支出	27	45	33	22
长期投资	-1	-17	0	0
其他投资现金	-1	0	-1	-2
筹资活动现金	10	-5	-28	-65
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	10	-5	-28	-65
现金净增加额	-13	122	-102	-42

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	534	413	621	799
营业成本	437	313	440	549
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	16	17	20	24
管理费用	18	20	24	28
财务费用	-19	-17	-17	-15
资产减值损失	7	8	9	10
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	73	72	143	203
营业外收入	7	11	12	13
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	80	82	155	216
所得税	16	15	26	35
净利润	64	67	129	181
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	64	67	129	181
EBITDA	64	70	144	207
EPS	0.30	0.32	0.61	0.86

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	120.8%	-22.6%	50.2%	28.7%
营业利润	25.9%	-1.2%	98.2%	41.2%
归属母公司净利	19.9%	5.0%	92.2%	40.4%
获利能力				
毛利率(%)	18.2%	24.4%	29.1%	31.3%
净利率(%)	12.0%	16.2%	20.8%	22.7%
ROE(%)	8.2%	8.2%	14.2%	18.0%
ROIC(%)	19.4%	26.6%	29.4%	31.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.4%	20.5%	14.4%	12.2%
净负债比率(%)	0	0	0	0
流动比率	4.84	4.04	5.68	6.80
速动比率	4.42	3.82	5.25	6.21
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.42	0.59	0.72
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	8.37	5.53	17.04	15.45
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.30	0.32	0.61	0.86
每股经营现金流	0.00	0.73	-0.19	0.22
每股净资产(最新)	3.67	3.89	4.28	4.76
估值比率				
PE	70.00	66.65	34.68	24.71
PB	5.76	5.44	4.94	4.44
EV EBITDA	62	56	27	19

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn