

公司研究

新股研究

建议询价区间: 36.59-40.45 元

技术领先的改性沥青生产企业

——宝利沥青(300135)新股研究

核心观点

询价结论:

预计公司2010年-2012年每股收益为1.07元、1.61元、2.23元,年复合增长率45%。当前可比上市公司2010年平均市盈率为42倍,2011年平均市盈率为29倍。2010年公司的合理市盈率为38-42倍,对应二级市场的合理价格为40.66元-44.94元之间,给予10%的折扣,建议一级市场询价区间为36.59元-40.45元。

主要依据:

1、公司主营产品为通用型改性沥青、高强度结构沥青料、高铁专用乳化沥青、废橡塑改性沥青等专业沥青产品,同时公司还结合不同施工工艺,为客户提供完整的解决方案,满足新建道路和原有道路养护的不同需求。公司目前是华东地区研发、生产和销售高等级公路新材料的龙头企业,全国的市场占有率约为4.80%。

2、公司技术水平居于国内领先地位。公司研发的高铁专用乳化沥青部分取代进口,在我国高速铁路“哈大高铁”和“京沪高铁”项目中得到应用;高强度结构沥青料则打破法国同类产品在欧洲的垄断地位,成为国内第一家实现专业沥青料出口的企业;公司提高了改性沥青产品的抗离析性能和高温贮存稳定性能,使改性沥青产品销售半径从通常的300公里直接提高到800公里,突破了单一生产网点的业务辐射半径限制,减少了实现同样的销售规模需要的潜在固定资产投资。

3、公司的市场开拓主要采取战略联盟拓展模式,使公司的专业沥青市场空间迅速有效扩张。公司在生产网点和产品市场扩张战略上实行市场需求与合作伙伴并重的原则,生产网点的建设不仅有市场需求的充分保证,还要找到强有力的合作伙伴实行战略联盟,使新设生产网点的运营效率最优化、盈利前景最大化。

风险提示:

专利技术被侵权的风险。

基础数据

发行前总股本(万股)	6000.00
发行股本(万股)	2000.00
总市值(亿元)	---
总资产(亿元)	3.95
发行前每股净资产(元)	3.72
建议询价区间(元)	36.59-40.45

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	703	1,118	1,454	1,803
同比增速(%)	32%	59%	30%	24%
净利润(百万)	58	86	129	179
同比增速(%)	48%	47%	51%	38%
EPS(元)	0.73	1.07	1.61	2.23

研究员:刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	江苏宝利沥青股份有限公司
公司简称	宝利沥青
发行地	深圳
发行日期	2010-10-12
申购代码	300135
发行股数 (万股)	2000
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本 (万股)	8000
每股盈利 (2009 年)	0.97
发行后全面摊薄 EPS (2009 年)	0.73
发行前每股净资产 (元)	3.72

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

二、公司基本情况

公司的主营业务为高等级公路新材料的研发、生产和销售, 主营产品为通用型改性沥青、高强度结构沥青料、高铁专用乳化沥青、废橡塑改性沥青等专业沥青产品, 同时公司还结合不同施工工艺, 为客户提供完整的解决方案, 满足新建道路和原有道路养护的不同需求。产品主要用于高速公路、桥梁、市政道路和机场等道路的铺设。

公司目前是华东地区研发、生产和销售高等级公路新材料的龙头企业, 技术水平居于国内领先地位。按照 2009 年全国改性沥青市场需求量 275 万吨, 公司销售改性沥青 13.21 万吨计算, 公司的改性沥青产品在全国的市场占有率约为 4.80%

公司经营模式为: 通过参与公路、桥梁、机场、市政等工程的投标获得业务机会, 依托技术创新, 凭借技术优势, 根据客户差异化需求提供一揽子技术及产品解决方案, 根据不同路面的具体要求, 向建设单位提供包括多种改性沥青、道路石油沥青及高强度结构沥青料在内的一揽子专业沥青产品。

表 2: 2009 年公司主营产品产能和产量

名称	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	产能利用率 (%)
通用型改性沥青	母公司 12.00	10.24	85.29
	陕西宝利 6.00	2.97	49.54
道路石油沥青	6.49	1.15	17.74
高强度结构沥青料	租赁	1.24	-
乳化沥青	(新增) 3.00	0.36	11.93

数据来源: 招股说明书, 国都证券

表 3: 公司产品技术及用途

产品	技术及工艺	性能及用途
普通石油沥青	通常采用蒸馏法, 原油加工余下的残渣即为普通石油沥青。	组份与性能不稳定, 通常用来生产道路石油沥青或直接用作无等级要求的道路铺设材料。
公司的传统产品	通用型改性沥青	在基质沥青中加入聚合物改性剂和稳定剂
	道路石油沥青	从普通石油沥青中分离出对沥青性能不利的成份。
		具有较强的高温稳定, 多数应用于高等级公路的路面。根据性能不同, 分别应用于不同等级的道路铺设。

公司 已经 生产 的新 产品	废橡塑改性沥青	解决废橡胶、废塑料与基质沥青的相容性、抗离析性和高温稳定性。	性能上不低于或超过通用型改性沥青，符合环保和循环经济要求，可替代通用型改性沥青。
	乳化沥青	采用了沥青与水的乳化工艺。	用于道路的升级与养护、高速铁路无砟路基保护。
	高强度结构沥青料	固体颗粒状添加剂	渗和在道路石油沥青中，提高道路的抗车辙性、模量指标和抗疲劳性能。

数据来源：招股说明书，国都证券

表 4：改性沥青需求缺口较大

项目	普通道路石油沥青	专业沥青中的改性沥青
国产品牌沥青产量(万吨)	1,300	90
国内需求量(万吨)	1,400	193
产需缺口(万吨)	100	103
产需缺口比例(%)	7.14	53.37

数据来源：招股说明书，国都证券

三、公司竞争优势分析

1、技术创新优势

公司通过自主开发和集成创新掌握了复合改性沥青、高铁专用乳化沥青、高强度结构沥青料等多项高等级公路新材料的生产技术及制备方法，通过合作开发掌握了废橡塑改性沥青等新产品的生产技术及制备方法。

公司研发的高铁专用乳化沥青部分取代进口，在我国高速铁路“哈大高铁”和“京沪高铁”项目中得到应用；高强度结构沥青料则打破法国同类产品在欧洲的垄断地位，成功实现出口，成为国内第一家实现专业沥青料出口的企业；对于废橡塑改性沥青产品，公司已经开始储备第二代生产技术，该技术在产品生产高温稳定性、抗离析性方面取得重大突破，成功实现了废橡塑改性沥青的工厂化生产，为我国回收利用废旧轮胎、废旧塑料，为降低公路建设造价、部分取代传统 SBS 改性沥青，并得到大规模应用打下坚实基础。

公司通过改进生产工艺，大幅提高了改性沥青产品的抗离析性能和高温贮存稳定性，使改性沥青产品销售半径从通常的 300 公里直接提高到 800 公里，突破了单一生产网点的业务辐射半径限制，减少了实现同样的销售规模的潜在固定资产投资。

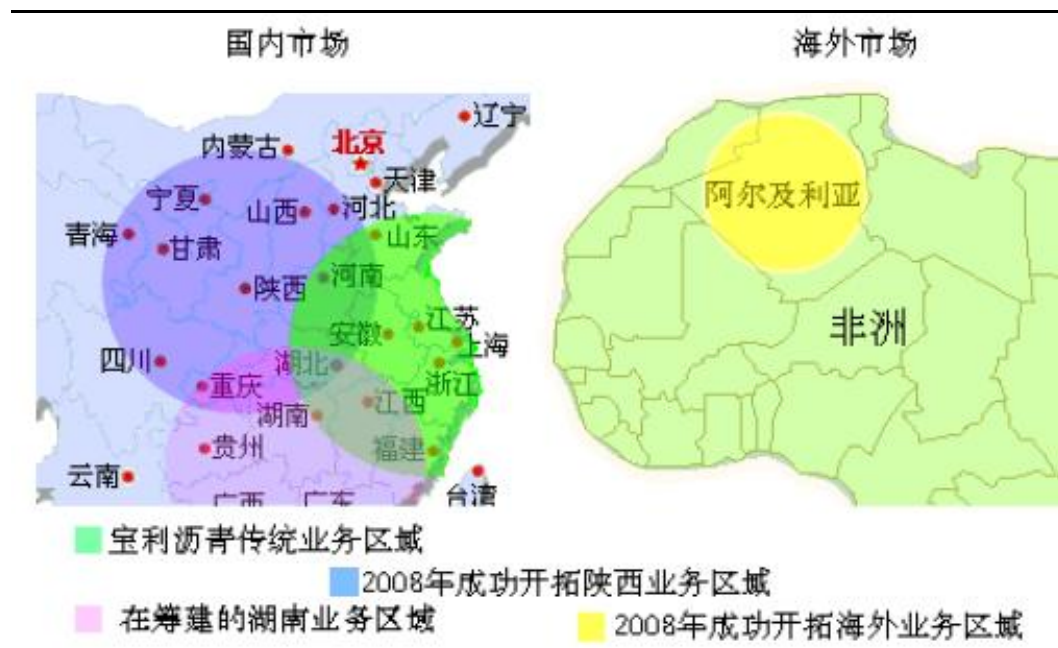
2、较强的市场开拓能力

公司的市场开拓主要采取战略联盟拓展模式，使公司的专业沥青市场空间迅速有效扩张。公司在生产网点和产品市场扩张战略上实行市场需求与合作伙伴并重的原则，生产网点的建设不仅要有市场需求的充分保证，还要找到强有力的合作伙伴实行战略联盟，使新设生产网点的运营效率最优化、盈利前景最大化。

例如陕西宝利与西安石化形成战略合作伙伴关系，双方在原材料供应达成长期合作关系，减少了原材料运输费用，基本锁定原材料成本；海外市场的拓展则分两步走，公司首先在熟悉阿尔及利亚的政治经济环境及市场需求特点，然后与新疆北新路桥建设股份有限公司达成技术服务协议，为新疆北新路桥建设股份有限公司的阿尔及利亚项目提

供技术服务，最后公司开始直接向阿尔及利亚出口产品。

图 1：公司市场开拓情况



数据来源：招股说明书，国都证券

四、募集资金投向

公司拟首次公开发行股票 2,000 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金着重提高产品技术水平，扩大经营规模，进一步提升公司的核心竞争力。其中，高强度结构沥青料、废橡塑改性沥青以及高铁乳化沥青为公司新产品，也是公司未来业绩增长点。

表 5：公司募投项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）
1	2 万吨/年高强度结构沥青料项目	7,155
2	10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	6,994
3	改性沥青生产及仓储项目	10,533
4	5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	5,278
5	补充公司流动资金	5,000
6	与主营业务相关的运营资金	XXX

数据来源：招股说明书 国都证券

表 6：公司产能扩张情况

	产品	新增产能（万吨/年）	扩张后总产能（万吨/年）
母公司	通用型改性沥青	--	12
	道路石油沥青	--	6.49
	高强度结构沥青料	2	2
	乳化沥青	--	3
	废橡胶改性沥青	10	10
陕西宝利	通用型改性沥青	4	10
	乳化沥青	3	3

数据来源：招股说明书，国都证券

五、盈利预测

表 7: 盈利预测表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	703	1,118	1,454	1,803
营业收入	703	1,118	1,454	1,803
营业总成本	632	1,018	1,302	1,593
营业成本	599	961	1,237	1,521
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	5	9	12	14
管理费用	16	26	33	41
财务费用	7	18	15	9
资产减值损失	1	0	0	0
其他经营收益				
公允价值变动收益				
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	71	101	152	210
加: 营业外收入	1	0	0	0
减: 营业外支出	2	0	0	0
利润总额	71	101	152	210
减: 所得税	12	15	23	32
净利润	58	86	129	179
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	86	129	179
每股收益 (元)	0.73	1.07	1.61	2.23

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

六、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 1.07 元、1.61 元、2.23 元, 三年复合增长率为 45%。

按照 2010 年 9 月 27 日收盘价, 可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 42 倍, 2011 年的平均动态市盈率为 29 倍, 考虑公司的技术优势以及未来三年较高的年复合增长率, 2010 年公司的合理市盈率为 38-42 倍, 对应二级市场的合理价格为 40.66 元-44.94 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 36.59 元-40.45 元。

表 8: 可比上市公司估值比较

代码	名称	股价 09-27	EPS (元/股)				PE			
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
002192	路翔股份	39.71	0.17	0.35	0.59	1.55	234	113	67	26
002377	国创高新	19.4	0.33	0.59	0.8	0.79	59	33	24	25
300082	奥克股份	49.47	1.04	1.32	1.91	2.52	48	37	26	20
300041	回天胶业	60.28	0.77	1.19	1.65	2.35	78	51	37	26
600458	时代新材	39.11	0.41	0.83	1.26	1.74	95	47	31	22
002271	东方雨虹	29.08	0.46	0.73	1.12	1.58	63	40	26	18

平均（剔除路翔股份）

69

42

29

22

数据来源：国都证券

七、风险提示

专利技术被侵权的风险：公司正在使用的四项专利、已经研发成功并申请国家发明专利的三项核心技术及其他专有技术，是公司未来保持较高盈利能力的重要保证。一旦上述技术被侵权，将极大削弱公司的核心竞争优势。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvai bing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com