

日期: 2010 年 9 月 29 日
行业: 专业沥青生产行业



联系人 冀丽俊
电话 021-53519888-1921
邮箱 jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090141

IPO 询价区间 RMB31.55-37.85 元
上市合理估值 RMB39.43-47.32 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 20.00
发行后总股本 (百万股) 80.00
发行方式 网下询价配售
保荐机构 网上定价发行 广发证券

主要股东 (IPO 前)

周德洪 50.00%
周秀凤 28.93%
天安集团 4.17%

收入结构 (10H1)

通用型改性沥青 76.49%
道路石油沥青 14.07%

报告编号: JLJ10-NSP21

首次报告时间: 2010 年 9 月 28 日

技术领先的专业沥青生产商

■ 投资要点:

技术领先的专业沥青生产商

公司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;公司产品广泛应用于高速公路、桥梁、市政道路及高速铁路等路面建设;公司储备了多项新型改性沥青产品的生产技术,形成了“生产一代、储备一代、在研一代”的健康研发体系。

募集资金提高公司竞争能力

本次募集资金拟投资于 2 万吨/年高强度结构沥青料项目、10 万吨/年废橡塑改性沥青项目、改性沥青生产及仓储项目、5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目、补充公司流动资金以及与主营业务相关的运营资金项目。有利于公司保持产品生产的延续性和产品质量的稳定,有利于公司保持成长的可持续性。

业绩增长可持续

随着公司下游市场需求的不断扩大,公司产品销售保持旺盛状态。初步估计 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 35.21%、14.33%、40.16%和 15.84%,相应的稀释后每股收益为 0.99 元、1.13 元、1.58 元和 1.83 元。

定价结论

我们认为给予公司 2010 年 40-48 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 39.43-47.32 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20%的折让,建议询价区间为 31.55-37.85 元,对应的 2009 年市盈率区间为 43.27-51.92 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	703.30	929.47	1,184.29	1,570.33	1,823.87
年增长率 (%)	31.69	32.16	27.42	32.60	16.15
归属于母公司的净利润	58.33	78.86	90.17	126.38	146.40
年增长率 (%)	48.02	35.21	14.33	40.16	15.84
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.73	0.99	1.13	1.58	1.83

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司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；公司产品广泛应用于高速公路、桥梁、市政道路及高速铁路等路面建设；公司储备了多项新型改性沥青产品的生产技术，形成了“生产一代、储备一代、在研一代”的健康研发体系。

公司通过自主开发及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。其中，高铁专用乳化沥青部分取代进口，在我国“哈大高铁”和“京沪高铁”项目中得到大规模应用；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；对于废橡塑改性沥青产品，公司已经储备第二代生产技术，该技术使产品在高温稳定性、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，该项技术为我国回收利用废旧轮胎、废旧塑料，降低公路建设造价并大规模应用废橡塑改性沥青打下坚实基础。

公司是由江阴市宝利沥青有限公司整体变更设立的，发起人为周德洪、周秀凤、汪红兵、陈永勤、徐建娟、邹爱国、欧阳国金、周德生、巫洪海、丁伟、胡自力、徐基强 12 位自然人。公司的实际控制人为周德洪、周秀凤夫妇，本次公开发售前，周德洪持有公司股份 3,000 万股，占发行前公司总股本的 50%；周秀凤持有公司股份 1,736 万股，占发行前公司总股本的 28.93%。两人合计持有公司股份 4,736 万股，占发行前公司总股本的 78.93%；本次发行后，周德洪、周秀凤夫妇持有公司 59.20% 股份，依然是公司实际控制人。

表 1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股，%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	周德洪	3,000	50.00	3,000	37.50
2	周秀凤	1,736	28.93	1,736	21.70
3	天安集团	250	4.17	250	3.13
4	袁亚康	250	4.17	250	3.13
5	朱培凤	250	4.17	250	3.13
6	其他 12 名股东	514	8.56	514	6.43
7	社会公众股	--	--	2000	25.00
	合计	6,000	100.00	8,000	100.00

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 行业增长前景

我国专业沥青行业虽然起步较晚，但发展迅速。我国于 1992 年修建首都机场高速公路第一次使用了改性沥青，之后在高速公路建设中开始大量使用改性沥青，改性沥青进入了规模化发展阶段。近年来，高速公路的大规模建设极大地促进了改性沥青的发展，我国改性沥青的使用量快速增加，在道路沥青中所占的比例也不断提高。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年全国改性沥青的年用量分别为 166 万吨、194 万吨、247 万吨和 275 万吨，2006-2009 年以年复合增长率 18.32% 的速度增长。

随着我国宏观经济发展及产业政策规划的实施，特别是随着 2008 年 11 月 5 日国务院颁布的《进一步扩大内需促进经济增长的十项措施》的实施，交通基础设施建设将保持较快的发展速度，其中关于加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设的方针，2009 年投资规模达到 1 万亿元，并保持 20% 左右的年增长率。专业沥青的市场容量也将持续增长。由于高速公路、高速铁路和机场等基建项目均需要大量包括改性沥青在内的专业沥青，预计专业沥青尤其是改性沥青的实际需求量将较预测需求量有大幅增加。

■ 行业竞争结构及公司的地位

专业沥青行业在发达国家是较为成熟的产业，呈寡头垄断的竞争格局。

我国专业沥青行业市场化程度较高，各专业生产厂商基本上是通过参与大型基础建设项目的投标获得业务机会。同时，专业沥青行业的市场区域性特征明显，各主要专业沥青生产企业在自身的传统市场区域内具有市场及成本优势，全行业呈现垄断竞争格局。公司的主要竞争对手分为三类：一是国际大型石油化工公司，包括壳牌、韩国 SK 集团、泰国泰普克等；二是国内改性沥青生产厂家，包括深圳路安特、国创高新、路翔股份等；三是国内大型石油化工公司，包括中石油、中石化、中海油。

由于专业沥青产品主要应用于高等级公路、市政、桥梁、机场等大型基建项目，因此行业的主要经营模式是专业沥青生产企业通过参加投标获得业务机会，然后根据客户的不同需要提供有针对性的产品。公司核心竞争优势主要是：(1)技术创新及创新成果产业化能力：作为高新技术企业，技术创新及创新成果产业化能力是公司最为突出的核心竞争优势；(2)市场开拓能力：通过国内生产网络扩张来扩大产品辐射能力和盈利规模；通过新产品出口突破国内销售周期性的限

制。

根据“息旺能源”统计的 2009 年全国改性沥青市场需求量 275 万吨和同年公司销售改性沥青 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%。

■ 募资项目

本次募集资金拟投资于 2 万吨/年高强度结构沥青料项目、10 万吨/年废橡塑改性沥青项目、改性沥青生产及仓储项目、5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目、补充公司流动资金以及与主营业务相关的运营资金项目。有利于公司保持产品生产的延续性和产品质量的稳定,有利于公司保持成长的可持续性。

表 2 公司 IPO 募集资金项目概况 单位: 万元

项目名称	项目总投资	项目投资规模	投入募集资金	建设期	备注
2 万吨/ 年高强度结构沥青料项目	7,155	5,288	5,200	11 个月	
10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	6,994	4,544	4,500	11 个月	已投资 572 万元
改性沥青生产及仓储项目	10,533	8,083	5,000		已投资 2893 万元, 形成 6 万吨通用型 改性沥青生产能力
5 万立方米重质燃料油、基质沥青 储罐扩建项目	5,278	5,045	4,800	12 个月	已于 2008 年 8 月 开工建设, 已投资 473.70 万元
补充公司流动资金 与主营业务相关的营运资金	5,000	5,000	5,000		
合计	34,960	27,960	24,500		-

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

表 3 募集资金投资项目中固定资产投入情况及产生的经济效益测算 单位: 万元/年

项目名称	营业 收入	利润 总额	盈亏平 衡点	新增产能 (吨/年)	
				生产量	储存量
2 万吨/ 年高强度结构沥青料项目	16,704	2,680	30.23%	20,000	
10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	26,402	2,302	26.91%	100,000	79,900
改性沥青生产及仓储项目	43,648	3,528	19.58%	通用型改性沥青 100,000; 乳化沥青 30,000	基质沥青 100,000
5 万立方米重质燃料油、基质沥青储 罐扩建项目	2,800	1,835		总容量 50,000 立方米, 其中沥青 20,000 立 方米, 重质燃料油 30,000 立方米; 库区总 中转量为 50 万吨/年, 其中沥青 20 万吨/年, 重质燃料油为 30 万吨/年	
合 计	89,554	10,345			

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

2 万吨/年高强度结构沥青料项目：预计项目投产后，第一年可达到生产能力的 50%，第二年达到 60%，第三年达到 80%，第四年及以后各年达到 100%的设计生产能力。达产年可实现增量销售收入 16,704 万元、利润总额 2,680 万元。

10 万吨/年废橡塑改性沥青项目：预计项目资金开始投入后第 11 个月正式投产，两年零 1 个月后达产。根据公司预计产能利用率的综合水平，每年可增产 8 万吨废橡塑改性沥青。达产年可实现增量营业收入 26,402 万元、利润总额 2,302 万元。预计项目投产后，第一年可达到生产能力的 50%，第二年达到 80%，第三年及以后各年达到 100%的设计生产能力。

改性沥青生产及仓储项目：根据公司预计产能利用率的综合水平计算，达产后年新增改性沥青销售量约 7.6 万吨、乳化沥青销售量 2.3 万吨。根据 2009 年 1 季度陕西宝利对外销售改性沥青的平均售价 5,300 元的实际情况(考虑市场波动及内陆地区原料运输成本高于沿海地区 600 至 800 元/吨等因素)，按当地改性沥青平均售价 4,800 元/吨、乳化沥青平均售价 3,000 元/吨(均含增值税)保守计算，达产后该项目可为公司每年新增营业收入 43,648 万元、利润总额 3,528 万元。

5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目：项目计划建设周期为 12 个月，建成后即可投入使用。

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司主要经营模式是：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，凭借技术优势和产品链优势，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。

公司对主要原材料的采购模式为“多方询价，原材料冬储采购与日常采购相结合，进口采购与国内采购相结合”的方式；生产模式为“以工厂改性为主，现场改性为辅”；销售模式为“通过投标获得业务机会，依客户实力及市场情况，灵活使用商业信用”。公司的主营业务收入季节性波动明显，主要受公路工程施工周期影响，一般每年的 4 月—11 月为销售旺季。

2008-2009 年，公司营业收入增长率分别为 15.81%和 31.69%，在 2010 年上半年生产淡季时间相对较长的情况下，公司实现主营业

务收入 34,776.90 万元，占 2009 年度主营业务收入 49.59%，收入保持增长态势。从营业收入构成看，几乎都是由主营业务收入构成，其他业务收入占比微小。2007 年及以前，公司主营业务收入主要来源于通用型改性沥青和道路石油沥青两项产品；2008 年以后，公司的主营业务收入则主要来源于通用型改性沥青、道路石油沥青和高强度结构沥青料，随着公司 2010 年上半年废橡塑改性沥青、高铁专用乳化沥青等新产品的订单的增加，预计公司未来主营业务收入的来源将呈进一步多元化。

2007-2009 年和 2010 年上半年，主营业务综合毛利率分别为 14.48%、13.45%、14.82%和 15.28%，毛利率水平保持稳定。

表 4 报告期公司产能、产能利用率及产销率分析

年度	项目	通用型改性沥青		道路石油沥青	高强度结构沥青料	乳化沥青
		母公司	陕西宝利			
2010H1	产能(吨)	120,000	60,000	64,900	租赁生产	30,000
	产量(吨)	56,768	1,274	14,618	519	18,680
	产能利用率	47.31	2.12	22.52		62.27
2009	产能(吨)	120,000	60,000	64,900	租赁生产	30,000
	产量(吨)	102,352	29,724	11,516	12,427	3,578
	产能利用率	85.29	49.54	17.74		11.93
2008	产能(吨)	120,000			租赁生产	
	产量(吨)	75,999			3,680	
	产能利用率	63.33				
2007	产能(吨)	120,000				
	产量(吨)	105,415				
	产能利用率	87.85				

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司的改性沥青产能数据和产量数据差距较大，产能利用率不高，是专业沥青行业的共性特点，主要由于专业沥青行业的生产和销售具有明显的季节性和工程铺设期需要集中大量供货的特征。

表5 主要产品的产量及销量情况

时间	产品	产量	销量	产销率(%)
2010 年1-6 月	通用型改性沥青	58,042.11	57,700.75	99.41
	道路石油沥青(自产)	14,617.95	8,229.04	56.29
	道路石油沥青(配套销售)	2,567.12	2,567.12	100.00
	高强度结构沥青料	518.90	517.70	99.77
	废橡塑改性沥青	678.38	658.70	97.10
	高铁乳化沥青	1,418.55	1,411.68	99.52
2009	通用型改性沥青	132,076	131,940	99.90

2008年	道路石油沥青(自产)	11,516	11,516	100.00
	道路石油沥青(配套销售)		7,188	-
	高强度结构沥青料	12,427	11,755	94.60
	通用型改性沥青	75,999	76,351	100.46
	道路石油沥青(加工)	12,978	12,978	100.00
	道路石油沥青(配套销售)	-	28,817	-
	高强度结构沥青料	3,680	3,600	97.83
	通用型改性沥青	82,161	82,064	99.88
	通用型改性沥青(代加工)	23,254	23,254	100.00
	道路石油沥青(配套销售)	-	33,955	-
2007年	高强度结构沥青料	-	-	-

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 6 公司报告期内主营业务收入按产品划分 单位：万元，%

产品	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
通用型改性沥青	26624.31	76.49%	49,814.69	70.83%	34,161.83	63.97%	30,483.98	66.11%
道路石油沥青	4897.394	14.07%	4,164.23	5.92%	14,581.44	27.30%	9,747.15	21.14%
高强度结构沥青料	439.352	1.26%	11,902.93	16.92%	4,332.01	8.11%	0.00	0.00%
废橡塑改性沥青	301.4839	0.87%	775.87	1.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
高铁乳化沥青	637.0658	1.83%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
高铁乳化沥青加工	399.3268	1.15%	67.78	0.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
乳化沥青	1338.955	3.85%	614.65	0.87%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他业务	171.02	0.49%	2,989.85	4.25%	329.38	0.62%	5,881.45	12.75%
收入合计	34808.91	100.00%	70,330	100.00%	53,405	100.00%	46,113	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 7 公司报告期内各项业务毛利率情况 单位：万元，%

产品	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
通用型改性沥青	12.81%	12.02%	12.64%	15.75%
道路石油沥青	16.56%	5.14%	8.75%	17.10%
高强度结构沥青料	26.12%	29.13%	30.80%	
废橡塑改性沥青	16.83%	10.68%		
高铁乳化沥青	49.40%			
高铁乳化沥青加工	66.78%	9.94%		
乳化沥青	20.76%	17.91%		
其他业务	42.55%	18.60%	76.51%	3.62%

综合毛利率	15.28%	14.82%	13.45%	14.48%
-------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

近几年来，公司业务持续增长，盈利能力不断增强。2008-2009年主营业务收入同比增长分别为 15.81%和 31.69%，净利润增长分别为 96.40%和 48.02%。

2007-2009 年和 2010 年上半年，主营业务综合毛利率分别为 14.48%、13.45%、14.82%和 15.28%，毛利率水平保持稳定。公司毛利率水平高于同类行业上市公司的平均水平（同期相近公司的平均毛利率分别为 17.84%、14.28%、12.81 和 10.36%）。扣除运输费用后，公司最近 3 年及一期的综合毛利率稳步上升，主要由于公司的技术创新成果逐步实现产业化，新产品的毛利率较高所致。

表8 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项 目	2010H1	2009年		2008年		2007年
	金额	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	34,808.91	70,330.01	31.69	53,404.65	15.81	46,112.57
营业利润	2,927.91	7,137.79	57.59	4,529.26	33.34	3,396.79
利润总额	3,061.53	7,057.36	51.23	4,666.71	47.89	3,155.58
净利润	2,612.64	5,832.85	48.02	3,940.52	96.40	2,006.38

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表9 同行业上市公司盈利能力对比

公司简称	毛利率				净利率			
	2007年	2008年	2009年	2010H1	2007年	2008年	2009年	2010H1
路翔股份	18.29	13.11	11.45	8.91	10.68	4.31	3.36	-0.08
国创高新	17.38	15.45	14.17	11.81	5.96	4.93	5.56	0.98
平均	17.84	14.28	12.81	10.36	8.32	4.62	4.46	0.45
宝利沥青	14.48	13.45	14.82	15.28	4.35	7.38	8.29	7.51

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

2007-2009 年、2010 年 1-6 月，公司应收帐款周转率分别为 9.43 次、5.74 次、6.79 次和 2.38 次，存货周转率分别为 25.05 次、29.82 次、8.59 次和 1.77 次，高于同行业上市公司平均水平。

公司最近三年的应收账款周转率平均为 7.39，保持了较高的周转和回款速度。2010 年上半年，公司应收账款周转率降低为 2.38，主要是由于产销旺季的原因。

公司存货周转率波动较大。同样，由于销售季节的原因，2010 年上半年存货周转率较低；2009 年由于 2009 年末公司根据年末签订的合同和中标情况，为锁定毛利而进行原材料采购使得周转率下降。

表10 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
	2007年	2008年	2009年	2010H1	2007年	2008年	2009年	2010H1
路翔股份	3.63	2.77	3.91	1.95	8.59	6.41	5.21	1.05
国创高新	4.74	4.63	3.40	0.98	4.88	7.13	6.67	0.81
平均	4.18	3.70	3.66	1.47	6.73	6.77	5.94	0.93
宝利沥青	9.43	5.74	6.79	2.38	25.05	29.82	8.59	1.77

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

业绩预测

随着公司下游市场需求的不断扩大，公司产品销售保持旺盛状态。初步估计 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 35.21%、14.33%、40.16%和 15.84%，相应的稀释后每股收益为 0.99 元、1.13 元、1.58 元和 1.83 元。

表 11 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指 标	2010E	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量（吨）				
通用型改性沥青	151,731.00	174,490.65	180,000.00	180,000.00
道路石油沥青	21,608.72	27,010.89	33,763.62	42,204.52
高强度结构沥青料	5,000.00	7,500.00	0.00	0.00
废橡塑改性沥青	2,100.00	5,460.00	8,190.00	12,285.00
高铁乳化沥青	3,000.00	3,750.00	4,687.50	5,859.38
高铁乳化沥青加工	25,000.00	27,500.00	30,250.00	33,275.00
乳化沥青	10,000.00	11,000.00	12,100.00	13,310.00
平均价格（元/吨）				
通用型改性沥青	4600.00	4600.00	4600.00	4600.00
道路石油沥青	4550.00	4550.00	4550.00	4550.00
高强度结构沥青料	8350.00	8350.00	8350.00	8350.00
废橡塑改性沥青	2640.00	2640.00	2640.00	2640.00
高铁乳化沥青	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00
高铁乳化沥青加工	380.00	380.00	380.00	380.00
乳化沥青	3150.00	3150.00	3150.00	3150.00
通用型改性沥青	69,796.26	80,265.70	82,800.00	82,800.00
道路石油沥青	9,831.97	12,289.96	15,362.45	19,203.06
高强度结构沥青料	4,175.00	6,262.50	0.00	0.00
废橡塑改性沥青	554.40	1,441.44	2,162.16	3,243.24

高铁乳化沥青	1,350.00	1,687.50	2,109.38	2,636.72
高铁乳化沥青加工	950.00	1,045.00	1,149.50	1,264.45
乳化沥青	3,150.00	3,465.00	3,811.50	4,192.65
其他业务	3,139.34	3,296.31	3,461.13	3,634.18
收入合计	92,946.97	109,753.41	110,856.11	116,974.30
通用型改性沥青	60,862	69,992	72,202	72,202
道路石油沥青	8,210	10,262	12,828	16,035
高强度结构沥青料	3,090	4,634	0	0
废橡塑改性沥青	466	1,211	1,816	2,724
高铁乳化沥青	675	844	1,055	1,318
高铁乳化沥青加工	855	941	1,035	1,138
乳化沥青	2,520	2,772	3,049	3,354
其他业务	2,511	2,637	2,769	2,907
成本合计	79,189	93,292	94,753	99,678
通用型改性沥青	12.80%	12.80%	12.80%	12.80%
道路石油沥青	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
高强度结构沥青料	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
废橡塑改性沥青	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
高铁乳化沥青	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
高铁乳化沥青加工	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
乳化沥青	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	14.80%	15.00%	14.53%	14.79%
募投项目				
产品年均销售收入		8,675	46,177	65,413
营业总成本		7,824	40,087	57,551
年均利润总额		851	6,090	7,862

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 12 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	703.30	929.47	1,184.29	1,570.33	1,823.87
营业总成本	631.92	836.69	1,064.07	1,401.83	1,628.68
营业成本	599.06	791.89	1,002.90	1,305.27	1,511.14
营业税金及附加	3.29	4.83	6.04	7.52	8.65
销售费用	5.40	5.58	8.75	18.06	23.23
管理费用	16.30	20.45	27.48	41.65	50.02
财务费用	6.69	11.94	17.95	29.33	35.64
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营业利润	71.38	92.78	120.22	168.50	195.20
加：营业外收入	0.76	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.56	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.57	92.78	120.22	168.50	195.20
减：所得税	12.25	13.92	30.06	42.13	48.80
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	58.33	78.86	90.17	126.38	146.40
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	58.33	78.86	90.17	126.38	146.40
摊薄 EPS（元）	0.73	0.99	1.13	1.58	1.83

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

原材料价格波动风险

改性沥青生产过程中主要原材料为基质沥青，2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月基质沥青分别占公司当期主营业务成本的 47.91%、50.63%、43.25%和 73.25%。基质沥青为石化产品，价格受原油价格影响较大。近年来国际原油价格持续大幅度波动，导致基质沥青价格随之大幅波动，对公司原材料采购计划的制订和实施造成一定程度的不利影响。

行业周期性风险

公司的产品国内市场需求主要来自于公路等基础设施新建项目和已经建成的公路、桥梁等基础设施的维护需求，从基础设施新建项目方面来讲，公司经营对业务辐射半径内高等级公路、桥梁及市政道路等基础设施新建项目规划及建设周期具有一定程度的依赖性。公司经营成果和可持续成长性在一定程度上面临上述基础设施建设规划的周期性和基础设施建设本身的周期性所带来的影响。

产品订单持续增长的不确定性风险

公司所在行业为专业沥青行业，产品订单主要靠参加道路工程项目的招投标取得，公司存在因工程项目招投标过程的不可控因素使公司业绩出现偶然性较大幅度波动的可能性风险。公司 2008 年、2009 年的成长性主要依赖于阿尔及利亚的订货合同和通用型改性沥青的销售额增长，公司未来的可持续成长将得益于公司业务网点的合理布局、新产品的推广和国内外市场的持续开拓，如果上述三方面出现不利于公司的变化，将对公司的可持续成长产生影响。

税收优惠政策的变动风险

公司于 2008 年 10 月 21 日被江苏省科技厅、江苏省财政厅、

江苏省国家税务局及江苏省地方税务局联合认定为高新技术企业，享受企业所得税税率 15% 的税收优惠政策，有效期三年。如果国家税收法律、法规中相关规定发生不利于公司的变化，或者三年有效期满后公司未能通过重新认定，将面临无法享受所得税税率优惠的风险。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 133.91 倍、79.77 倍和 45.93 倍。同时，最新上市的创业板公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 57.83 倍、53.39 倍和 38.26 倍。

表 13 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002192.SZ	路翔股份	38.18	0.17	0.32	0.62	1.70	224.59	118.83	61.80	22.45
002377.SZ	国创高新	19.02	0.44	0.47	0.63	0.69	43.23	40.70	30.07	27.57
国内同行业整体平均							133.91	79.77	45.93	25.01

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（9 月 21 日收盘价）

表 14 国际同类公司的相对估值

股票代码	股票名称	交易所代码	股价	EPS	PE
SSP AB Equity	SAUDI STEEL PIPE CO	AB	24.95	4.77	14.70
MADECO CI Equity	MADECO SA	CI	30.00	0.04	45.86
4099 JP Equity	SHIKOKU CHEMICALS CORP	JP	499.00	3.57	10.40
	CHETTINAD CEMENT CORP				
CHCM IN Equity	LTD	IN	543.85	4.46	18.59
MSB US Equity	MESABI TRUST	US	33.83	6.47	16.32
平均					21.17

数据来源：bloomberg, 上海证券研究所整理（9 月 21 日收盘价）

表 15 最近上市（创业板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300112.SZ	万讯自控	23.65	0.49	0.53	0.70	0.87	48.27	44.92	33.72	27.16
300113.SZ	顺网科技	68.21	0.71	0.80	1.23	1.70	96.07	85.26	55.46	40.12
300114.SZ	中航电测	34.50	0.65	0.63	0.82	1.09	53.08	54.65	41.82	31.54
300115.SZ	长盈精密	48.60	0.90	1.11	1.53	2.27	54.00	43.91	31.78	21.44
300116.SZ	坚瑞消防	35.38	0.36	0.41	0.65	1.08	98.28	85.77	54.27	32.91
300117.SZ	嘉寓股份	27.06	0.86	0.74	0.90	1.16	31.47	36.73	29.99	23.32
300118.SZ	东方日升	44.04	0.89	0.96	1.41	1.87	49.32	45.85	31.33	23.61

300119.SZ	瑞普生物	66.59	1.10	1.31	1.82	2.37	60.54	50.90	36.57	28.05
300120.SZ	经纬电材	22.75	0.49	0.49	0.65	0.90	46.77	46.27	34.95	25.28
300121.SZ	阳谷华泰	25.08	0.62	0.63	0.77	1.24	40.56	39.60	32.71	20.20
平均值							57.83	53.39	38.26	27.36

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (9月21日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为公司未来将受益于募集资金项目的投产,增长持续。给予公司 2010 年 40-48 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 39.43-47.32 元。

从 2010 年上市的创业板股票来看,截至 9 月 27 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 6.71%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20%的折让,建议询价区间为 31.55-37.85 元,对应的 2009 年市盈率区间为 43.27-51.92 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。