

专业沥青佼佼者受益市场快速增长

——宝利沥青（300135）新股定价报告

要点：

- 我国专业沥青行业供需缺口大，未来几年市场前景广阔。我国已进入改性沥青规模化、集中化的快速发展阶段，2006-2009 年全国改性沥青复合增长率达到 18.32%。专业沥青市场需求旺盛、高端产品供不应求，而由于专业沥青行业的进入障碍，专业沥青生产厂家则相对较少，产能不足，供需缺口不断扩大，进口专业沥青数量逐年提高。国内专业沥青需求量的激增将刺激行业产能的提升，预计未来几年内，专业沥青行业将保持产销两旺的局面。
- 强大的技术创新及创新成果产业化能力是公司不断提升毛利率，保持市场竞争优势的关键。公司以创新为核心，技术创新成果丰富。目前，新产品逐步进入产业化阶段，推广情况良好。2008 年以后，由于高强度结构沥青料的大规模推广和应用，使得公司盈利能力得到大幅提升。2010 年上半年，由于公司通过研发对 SBS 改性剂进行了成本优化，使得通用型改性沥青的毛利率水平比 2009 年上升 0.8 个百分点；随着公司下半年高铁乳化沥青、乳化沥青、废橡塑改性沥青及高强度结构沥青料等系列新产品收入的增加，公司的综合毛利率将实现持续增长。
- 积极的市场拓展为公司销售布局打下良好基础，是未来产能释放的坚实保障。装业沥青行业的区域性和季节性是限制企业销售业绩和利润水平的两大制约因素。公司通过技术创新将改性沥青产品辐射半径从通常的 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，有效拓宽传统优势销售区域。同时，公司在中西部、东北和北非地区等海内外新兴区域齐头并进，积极设点，抢占市场。这将为公司募投项目的产能释放提供广阔的市场。
- 盈利预测与估值定价：我们测算公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.05、1.49、2.11 元，公司上市后合理估值水平为 2010 年 33-37 倍 PE，合理股价为 34.7-38.9 元，给予一定比例发行折价，我们建议询价区间为 31.2-35 元
- 风险提示：原材料价格波动的风险；行业周期性所导致的产能扩张无法得到消化的风险

报告日期：2010 年 9 月 30 日

分析师

但朝阳

☎0755-83516255 ✉ danzy@cgws.com

PCN: S1070200010015

联系人

李龙

☎0755-83516194 ✉ lil@cgws.com

PCN: S1070110030004

合理价格区间：31-35 元

发行数据

总股本（百万股）	60
发行股本（百万股）	20
发行日	2010-10-11
资产负债率	65%
每股净资产	4.16 元

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	703	945	1205
(+/-%)	31.7	35	27
净利润(百万元)	58	84	119
(+/-%)	48	45	42
摊薄 EPS(元)	0.73	1.05	1.49

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



目 录

一、公司概况	3
1、股权结构	3
2、公司在产业链中所处位置	4
二、主营业务：高等级公路的新材料研发、生产和销售	5
三、行业分析：国内市场起步晚，发展迅速	5
1、行业特征：三大特征突出	6
2、行业竞争格局：竞争激烈，呈现出集中趋势	6
3、行业内的主要竞争企业	7
四、行业需求分析：产需缺口大(尤其是高端产品)，行业发展潜力巨大	7
五、行业供给分析：国外供给平稳，国内供给不足，高端产品进口依赖性大	9
1、国外市场供给状况	9
2、国内专业沥青市场供给状况	9
六、行业利润分析：整体水平低，但个体差异大	9
七、公司分析	10
1、公司在行业中所处地位：华东地区龙头	10
2、公司销售状况：产销率基本保持在 100%	10
3、主要竞争对手	11
4、竞争优势	11
八、公司增长亮点分析-两大亮点：新产品和新区域	14
1、新产品的研发与产业化极大地推动了公司综合毛利率水平的提高	14
2、新区域业务的大力拓展	15
九、募资投向分析	16
十、风险提示	17
1、原材料价格波动的风险	17
2、行业周期性所导致的产能扩张无法得到消化的风险	17

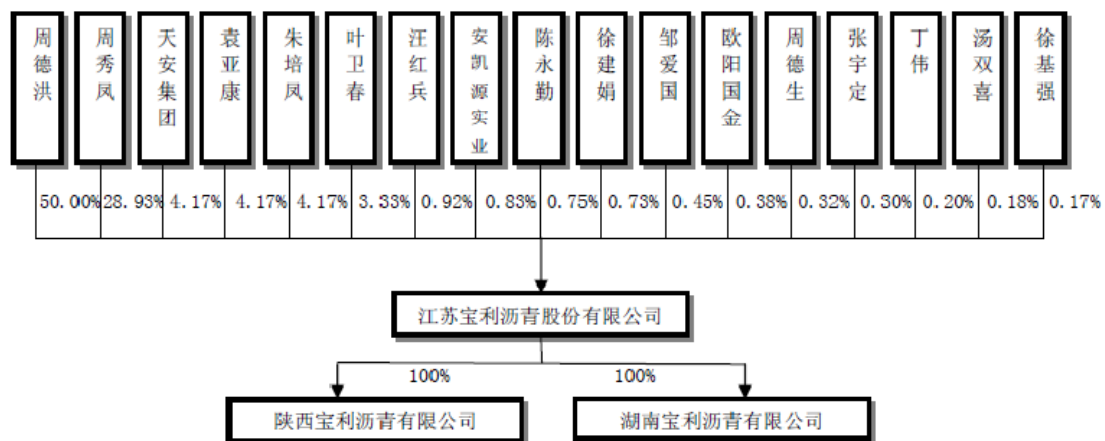


一、公司概况

1、股权结构

江苏宝利沥青股份有限公司的前身为江阴市宝利沥青有限公司，成立于2002年11月7日，2007年7月公司整体变更为股份有限公司。公司发行前总股本为6,000万股，本次拟公开发行2,000万股A股股票，占发行后总股本的比例为25%。

图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

公司的控股股东及实际控制人为周德洪、周秀凤夫妇，其中周德洪持有公司3,000万股股份，占发行前公司总股本的50%；周秀凤持有公司1,736万股股份，占发行前公司总股本的28.93%；二人合计持有公司4,736万股股份，占发行前公司总股本的78.93%。

公司拥有两个全资子公司：陕西宝利沥青有限公司和湖南宝利沥青有限公司。

表 1：发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量(万股)	持股比例(%)	持股数量(万股)	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 叶卫春	200	3.33	200	2.50
7 汪红兵	55	0.92	55	0.69
8 安凯源实业	50	0.83	50	0.63
9 陈永勤	45	0.75	45	0.56
10 徐建娟	44	0.73	44	0.55



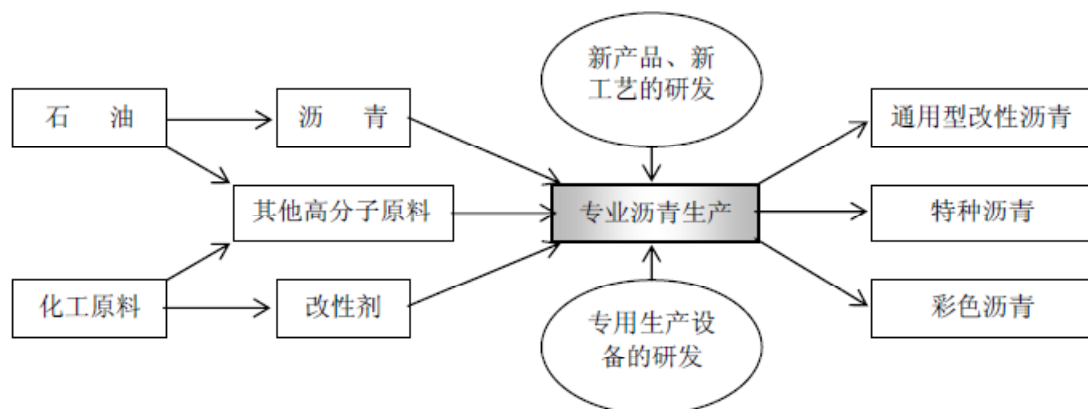
11	邹爱国	27	0.45	27	0.34
12	欧阳国金	23	0.38	23	0.29
13	周德生	19	0.32	19	0.24
14	张宇定	18	0.30	18	0.23
15	丁伟	12	0.20	12	0.15
16	汤双喜	11	0.18	11	0.14
17	徐基强	10	0.17	10	0.13
18	公众投资者	-	-	2,000	25.00
合 计		6,000	100	8,000	100

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

2、公司在产业链中所处位置

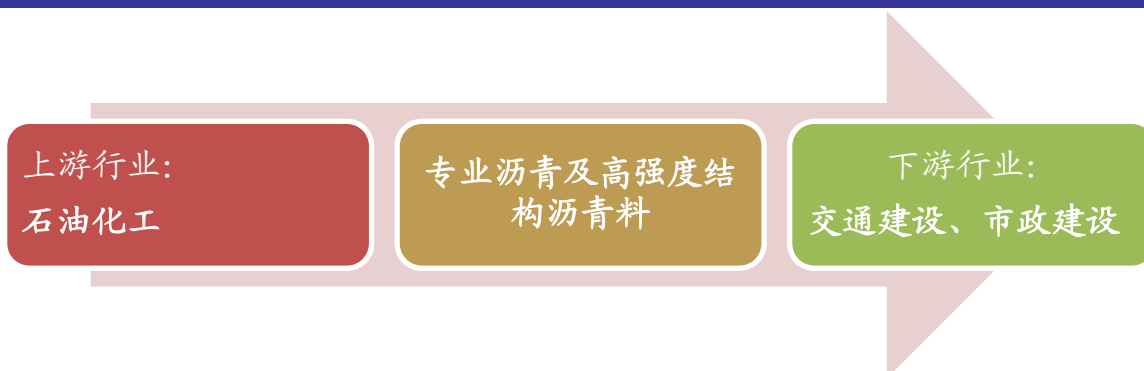
公司所属行业为非金属矿物制品中的道路专业沥青生产行业，处于产业链的中下游，其上游行业为原油加工，下游则属于交通建设、市政建设行业。

图 2：专业沥青行业产业链



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

图 3：公司的相关上下游行业



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

二、主营业务：高等级公路的新材料研发、生产和销售

公司的主要从事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。

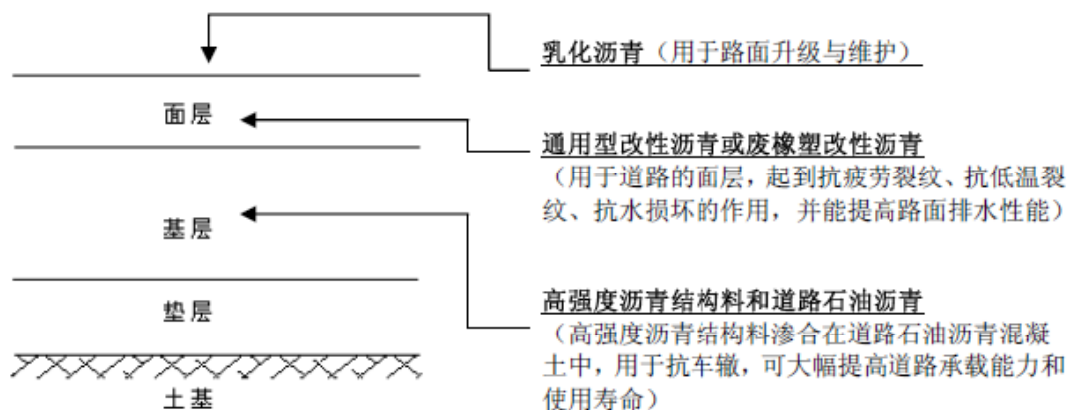
目前公司可以提供五大类十八个等级的系列产品，包括通用型SBS 改性沥青、SBR 改性沥青、EVA 改性沥青、PE 改性沥青、普通乳化沥青、改性乳化沥青、高速铁路专用乳化沥青、高粘度改性沥青、高弹性改性沥青、废橡塑改性沥青、环氧改性沥青、50#至110#道路石油沥青、高强度结构沥青料、彩色沥青等产品。公司主要产品用于高速公路、桥梁、市政道路、机场道路和高速铁路等的铺设。

图 4：主要产品用途



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

图 5：公司主要产品在路面结构中的应用情况



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

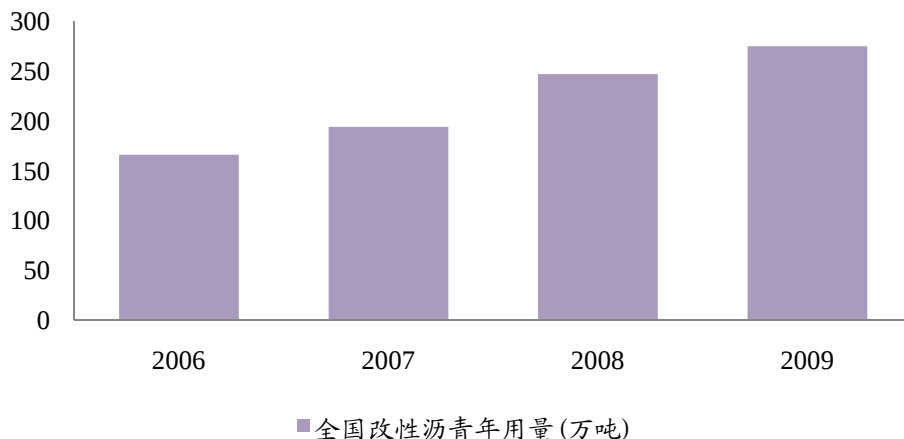
三、行业分析：国内市场起步晚，发展迅速

我国专业沥青行业起步较晚，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更是极大地促进了改性沥青的发展，整个行业已经进入快速发展的上升阶段。



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。

图 6： 全国改性沥青年用量



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

1、行业特征

三大特性决定优势企业必备特质：（1）产销网络广，从而克服周期性和季节性；（2）技术创新以及创新成果产业化能力强，降低区域性限制。

表 2： 沥青行业特征

周期性	同交通道路建设和维护的周期性紧密相关。交通道路建设通常以省为单位，五年为一个建设周期，前三年主要进行道路的规划、设计、勘探和路基施工，后两年主要进行沥青混合料的摊铺和路面配套设施安装。因此，通常每隔三年就会出现一个沥青使用高峰。
区域性	专业沥青的产品销售受到运输半径的限制。一般改性沥青产品的辐射半径为 300 公里至 800 公里，具体辐射半径大小主视产品的抗离析性能和产品稳定性而定。
季节性	沥青路面施工对天气状况的要求较高。气温低于 10℃ (高速公路和一级公路)或 5℃ (其他等级公路)以及雨天、路面潮湿的情况不适于沥青路面施工。

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

2、行业竞争格局：竞争激烈，呈现出集中趋势，拥有资金和技术优势的企业将逐渐做大

专业沥青行业属于资金密集型和技术密集型产业，竞争较为激烈。在发达国家，专业沥青行业已经发展较为成熟，呈现出寡头垄断的竞争格局。国内，行业市场化程度较高，同时，由于专业沥青行业的市场区域性特征明显，全行业呈现垄断竞争格局，具备三大特征。



表 3: 行业竞争三大特征

市场竞争日趋激烈	(1) 近年来, 国际大型石油(化工)公司通过独资、合资、并购等方式加入我国改性沥青生产行业; (2) 国内规模较大, 实力较为雄厚的专业沥青生产企业开始向全国扩张。
集中度进一步提高	由于国际市场原油价格大幅波动以及价格战, 通用型改性沥青毛利率不断下降。市场份额向拥有技术优势、资本优势和成本优势的企业集中, 部分规模小, 技术创新能力不足的企业被市场淘汰, 行业集中度进一步提高。
产品结构向高端发展	竞争加剧促使企业进一步降低成本, 提高产品的使用性能, 体现出产品的差异化, 新型高端改性沥青产品的应用日趋广泛。

数据来源: 招股说明书 长城证券金融研究所

3、行业内的主要竞争企业

国内专业沥青生产厂商主要可以分为三类。

表 4: 三类专业沥青的生产厂商

国际大型石油(化工)公司	壳牌石油公司、韩国 SK 集团、泰国泰普克公司等(具有资本优势)
国内专业沥青生产厂家	宝利沥青、路翔股份、国创高新等(具有本土化、专业化优势, 目前已经在国内公路建设市场占有一半左右的市场份额)
国内大型石油(化工)公司	中石油秦皇岛石化公司、中石化茂名石化公司等(具有石化产业链优势, 但专业沥青产品不是其主要产品)

数据来源: 招股说明书 长城证券金融研究所

四、行业需求分析: 产需缺口大(尤其是高端产品), 行业发展潜力巨大

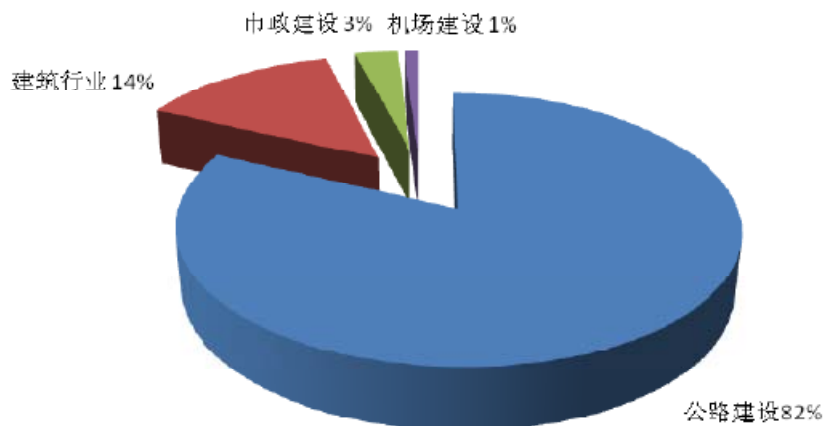
总体而言, 专业沥青市场的需求状况及变动趋势表现为, 需求旺盛、高端产品供不应求, 国内产需缺口较大。

目前国内专业沥青的市场需求主要来自于新建高速公路、机场建设、市政



道路建设以及路面维修养护。

图 7：2007 年中国各行业对沥青的需求情况



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

表 5：专业沥青在不同领域的市场需求

新建高速公路	依照《国家高速公路网规划》，到 2010 年我国高速公路的总里程将达到 6.5 万公里。据预测，“十一五”期间我国道路沥青的年消费量在 1,200 万吨至 1,500 万吨，改性沥青的需求将占 10%至 20%以上。随着交通建设规模的大幅增加，预计至 2010 年国内专业沥青中改性沥青的市场需求量将达到 460 万吨。
市政道路建设	近年我国市政建设发展较快，部分发达地区省市的市政道路建设规模超过了新建高速公路建设规模。随着经济的发展，地方市政道路建设标准不断提高，改性沥青用量将继续扩大，未来市场需求稳定增长。
路面维修养护	我国大部分高速公路的设计使用寿命为 15-20 年，但实际使用 5-7 年后，就出现开裂、泛油、剥落、严重车辙等问题，而发达国家由于在道路施工中改性沥青使用比例较高，路面使用寿命往往比设计寿命长。因此随着国内经济的高速发展，我国高速公路和市政道路的保养维护、尤其是路面保养维护对改性沥青的需求将持续增长。
机场建设	未来 5 年内，我国内地机场建设投资规模将达到 1,400 亿元左右，按惯例预计 10%左右的资金将用于机场的道路建设。由于改性沥青在机场道路建设中所占比例较高，机场建设计划将极大刺激专业沥青尤其是改性沥青的市场需求。

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

表 6：三类专业沥青在不同地区的市场需求

东部发达地区	高速公路网已基本建成，未来需求增量将以市政道路建设和原有道路养护为主，对专业沥青的需求量将稳步增长
中西部地区	交通基础设施落后，随着国家公路建设重点向中西部地区转移，未来需求增量将以新建高速公路为主，该地区将成为我国专业沥青行业未来的主要市场

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所



五、行业供给分析：国外供给平稳，国内供给不足，高端产品进口依赖性大

1、国外市场供给状况：

供给平稳，部分发达国家的专业沥青产品以向发展中国家出口为主。我国进口专业沥青主要来源于韩国、新加坡和泰国。

2、国内专业沥青市场供给状况：

(1) 国内市场供给现状

普通道路石油沥青生产厂家众多，而由于专业沥青行业的进入障碍，专业沥青生产厂家则相对较少，产能不足，产需缺口不断扩大，进口专业沥青数量逐年提高。

表 7：2007 年我国普通沥青及改性沥青产量及需求量

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）	1300	90
国内需求量（万吨）	1400	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 长城证券金融研究所

(2) 国内市场供给发展趋势

国内专业沥青需求量的激增将刺激行业产能的提升，预计未来几年内，专业沥青行业将保持产销两旺的局面。

六、行业利润分析：整体水平低，但个体差异大

利润平均水平不高，但是具体到行业内的企业盈利水平则差异较大。

2007年专业沥青行业前十名的销售利润率（利润总额/营业收入）为12.64%。行业利润平均水平不高的主要原因有两点：（1）占到国内所有改性沥青销量的75%左右的传统通用型改性沥青的技术水平已经相对成熟，价格竞争较为激烈；（2）专业沥青的销售一般以投标为主，该销售方式直接决定了行业利润水平不会很高。

但是具备创新能力，较高成本控制水平以及完备销售网络，销售半径大的企业的盈利能力远高于行业利润的平均水平。



七、公司分析

1、公司在行业中所处地位

高新技术企业，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。

- 2009 年公司的改性沥青产品在全国的市场占有率约为4.80%
- 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。
- 国内第一家实现专业沥青料出口的企业；
- 高强度结构沥青料打破法国同类产品在欧洲的垄断地位；
- 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；
- 在废橡塑改性沥青产品方面，公司已经开始储备第二代生产技术，并成功实现了废橡塑改性沥青的工厂化生产。

2、公司销售状况

公司主要产品销售良好，产销率基本保持在100%。

表 8：公司主营产品产销情况

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(加工)	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 年	通用型改性沥青	132,076	131,940	99.90
	道路石油沥青(自产)[注 3]	11,516	11,516	100
	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
2008 年	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
2007 年	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	-
	高强度结构沥青料	-	-	-

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所



3、主要竞争对手

在介入行业的三类厂商中，目前公司的主要竞争对手仍为国内专业改性沥青生产厂家：深圳路安特、国创高新、路翔股份等。其中同行业的上市公司仅国创高新和路翔股份两家。

表 9：公司产品与竞争对手的比较

单位	产品	竞争对手情况及竞争关系	
母公司	通用型改性沥青	竞争对手	路翔股份、国创高新、深圳路安特等国内公司和壳牌、韩国 SK、泰国普克等国外公司外，在母公司业务辐射半径的竞争对手主要有江阴泰富、江苏科茵格、镇江美仑，同时，江苏地区还有十几家小型通用型改性沥青生产企业。全部内资企业合计市场占有率约为 50%。
		竞争关系	由于产品质量稳定，产能较竞争对手相比具有较大优势，公司具有优势地位。
	道路石油沥青	竞争对手	中石化及国外石化公司
		竞争关系	由于公司道路石油沥青产能小，用途基本是配套销售或自用，所以与竞争对手基本不产生实质性竞争。
	高强度沥青结构料	竞争对手	法国 PR 公司、北京路福莱公司
		竞争关系	从北非市场的销售数据上看，公司与法国公司市场占有率基本相当。
	乳化沥青	竞争对手	中石化、壳牌、株洲时代新材料科技股份有限公司。
		竞争关系	株洲时代新材料科技股份有限公司（属于铁道部下属企业），中石化是国内著名企业，壳牌公司是国际知名企业，公司目前以为中石化代工方式切入市场。
	废橡塑改性沥青	在橡胶沥青工厂化模式生产领域，国内竞争对手较少	
陕西宝利	通用型改性沥青	竞争对手	路翔股份、深圳路安特
		竞争关系	由于区域内市场需求较大，目前竞争并不激烈。
	乳化沥青	竞争对手	中石化、壳牌、株洲时代新材料科技股份有限公司
		竞争关系	株洲时代新材料科技股份有限公司属于铁道部下属企业，中石化是国内著名企业，壳牌公司是国际知名企业，公司目前以为中石化代工方式切入市场。

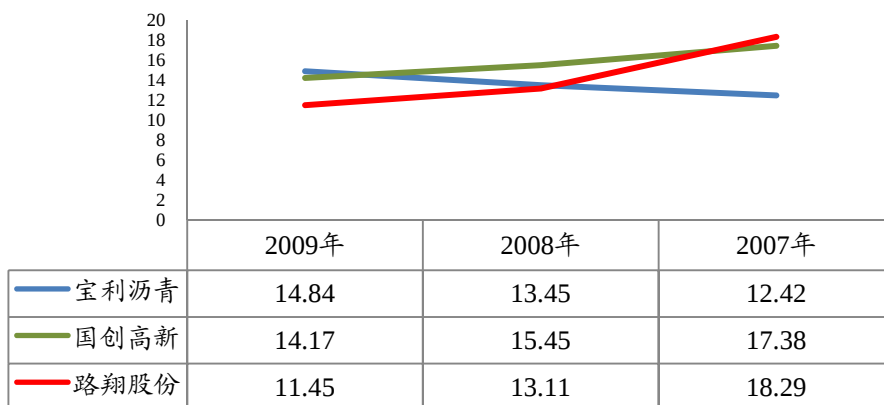
数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

从数据上看，宝利沥青的毛利率、财务和运营指标整体要优于其主要竞争对手。

在技术创新和成果产业化的大力推动下，公司综合毛利率逐年上升。2009 年公司综合毛利率上升 1.39 个百分点，超过两家同行业上市公司。公司综合毛利率稳步增长主要源于公司的创新机制初见成效。2009 年公司新产品高强度结构沥青料对公司整体毛利贡献较高；2010 年上半年，由于公司通过研发对 SBS 改性剂进行了成本优化，使得通用型改性沥青的毛利率水平比

2009 年上升0.8 个百分点；随着公司下半年高铁乳化沥青、乳化沥青、废橡胶改性沥青及高强度结构沥青料等系列新产品收入的增加，如果市场条件及气候状况不发生大的变化，预计公司的综合毛利率有望实现持续增长。近年来，公司综合毛利率水平的提高表明技术进步及创新成果产业化已经成为公司成长最主要的推动力。

图 8： 主要竞争对手综合毛利率

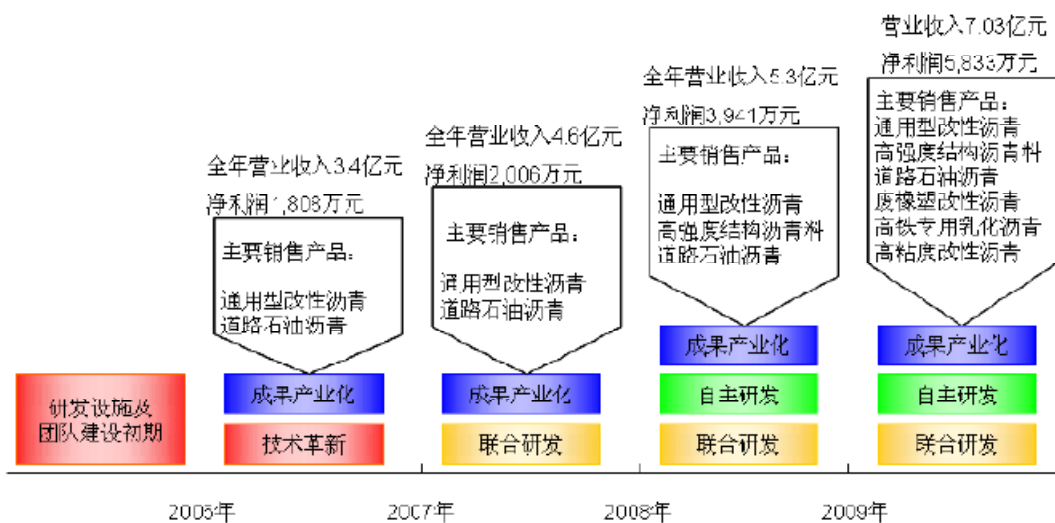


数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

4、竞争优势

- (1) 技术创新及创新成果产业化能力：公司通过技术进步降低产品成本；通过新产品研发为公司提供新的增长点；通过技术创新扩大公司业务辐射半径；通过研发新产品突破公司经营季节性约束以及丰富的产品链优势。

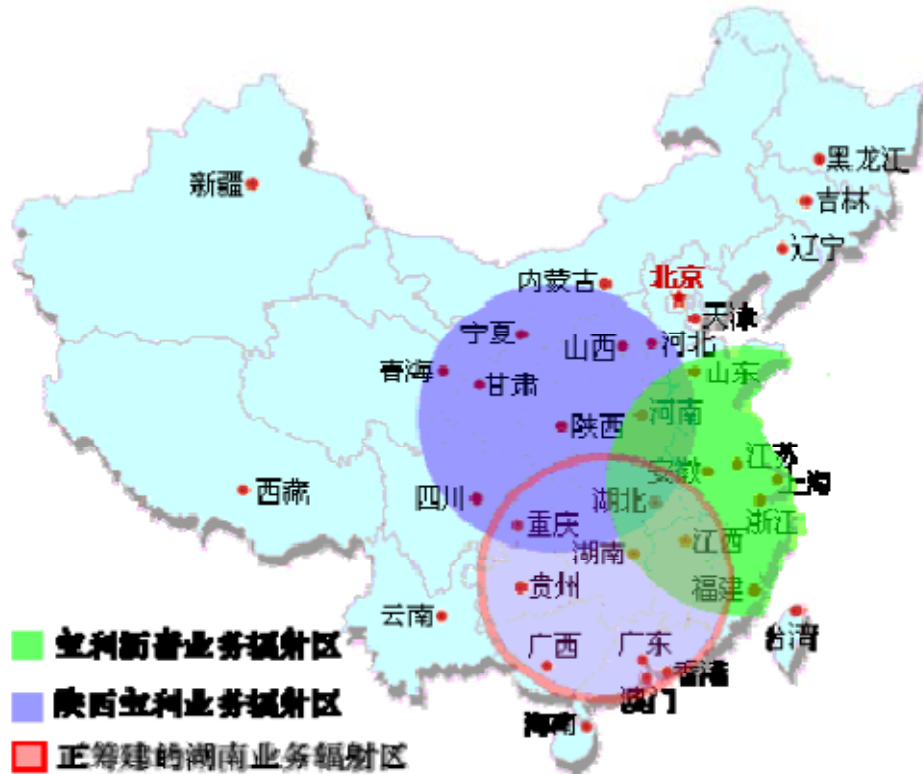
图 9： 公司技术创新演变图



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

以业务辐射半径为例，传统的扩大方式是增加生产网点数量，但宝利沥青通过改进生产工艺，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，使改性沥青产品辐射半径从通常的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，减小了固定资产投资。

图 10: 公司业务辐射半径变化图



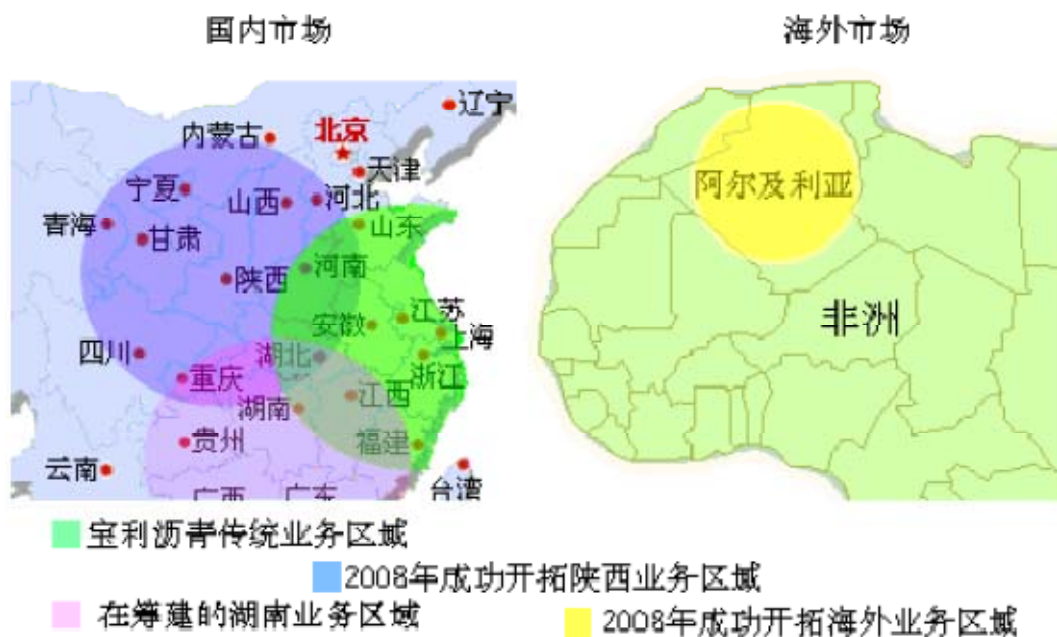
数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

(2)较强的市场开拓能力

市场需求与合作伙伴并重，公司每一个生产网点的建设不仅得到市场需求的充分保证，而且拥有强有力的合作伙伴实行战略联盟，力求新设生产网点的运营效率最优化、盈利前景最大化。

通过该模式，公司产品的销售区域从江苏省扩展到上海、浙江、安徽、河南、山东、湖南、陕西等省及非洲的阿尔及利亚，销售收入在同行业处于领先地位。

图 11: 公司市场区域拓展图



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

(3) 地域及运输成本优势

公司总部地处长江黄金水道，依托江阴港，利用水运成本低的优势，较好地控制了原材料及部分产品的运输成本。

八、公司增长亮点分析-两大亮点：新产品和新区域

1、新产品的研发与产业化极大地推动了公司综合毛利率水平的提高

截至目前公司已成功研制出了高强度结构沥青料、废橡塑改性沥青、高粘度改性沥青、高弹性改性沥青、环氧改性沥青、高铁专用乳化改性沥青等多种高端专业沥青产品。

新产品逐步进入产业化阶段，目前，推广情况良好。2008 年以后，由于高强度结构沥青料的大规模推广和应用，使得公司盈利能力得到大幅提升。2010 年上半年，由于公司通过研发对 SBS 改性剂进行了成本优化，使得通用型改性沥青的毛利率水平比 2009 年上升 0.8 个百分点；随着公司下半年高铁乳化沥青、乳化沥青、废橡塑改性沥青及高强度结构沥青料等系列新产品收入的增加，如果市场条件及气候状况不发生大的变化，预计公司的综合毛利率有望实现持续增长。

表 10: 公司产品毛利率变化

项目	2010 年 1-6 月 (%)	2009 年 (%)	2008 年 (%)	2007 年 (%)
通用型改性沥青	12.81	12.02	12.64	14.26
高强度结构沥青料	26.12	29.13	30.8	-

道路石油沥青	16.56	5.14	8.75	12.18
燃料油	-	8.05	-	-1.78
废橡塑改性沥青	16.83	10.68	-	-
乳化沥青	20.76	17.91	-	-
技术服务费	68.92	70.40	89.8	-
高粘度改性沥青	-	-	-	-
高铁乳化沥青加工费	56.77	9.94	-	-
高铁乳化沥青	49.40	-	-	-
通用型改性沥青加工费	-	-	-	13.72
合计	15.25	14.84	13.45	12.42

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

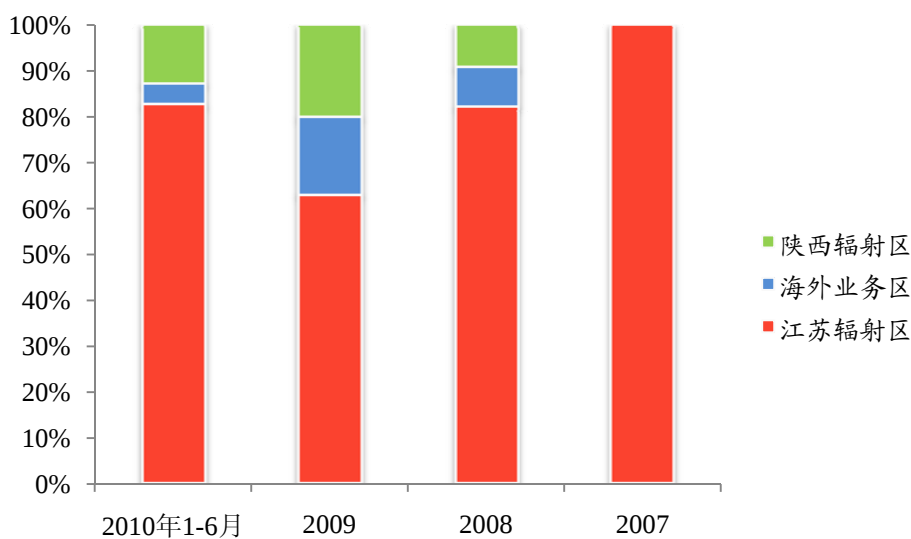
2、新区域：传统销售区域辐射半径的扩大和新业务区域的拓展为公司未来销售打下牢固基础，是公司产能释放和持续高速发展的有效保障。

表 11：公司区域拓展规划

华南地区	该地区尚无成规模的改性沥青加工厂，已设立湖南子公司，开拓中南市场，预计 2011 年 5 月投产。
东北地区	依托哈大铁路，将设立吉林子公司
西北地区	已经设立陕西子公司，计划在新疆设立子公司，开拓新疆市场
海外市场	利用在阿尔及利亚业务的品牌和示范效应，开拓非洲其他市场

数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

图 12：公司销售区域占比



数据来源：招股说明书 长城证券金融研究所

九、募投资投向分析

根据发现方案，公司的募集资金运用将围绕提高主营产品产能及技术水平方面展开，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。

募投项目中，存在进入技术壁垒，毛利率高的新产品是公司未来业绩的增长亮点。

表 12：公司募投项目计划

项目名称	登记备案号	项目总投资 (万元)	项目投资规模 (万元)	投入募集资金 (万元)
1 2 万吨/年高强度结构沥青料项目	锡经贸投资 [2009]16 号	7,155	5,288	5,200
2 10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	锡经贸投资 [2009]17 号	6,994	4,544	4,500
3 改性沥青生产及仓储项目	杨管发改发 [2007]112 号	10,533	8,083	5,000
4 5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	澄发改开 [2007]36 号	5,278	5,045	4,800
5 补充公司流动资金	——	5,000	5,000	5,000
6 与主营业务相关的运营资金	——	XXX	XXX	XXX

数据来源:招股说明书 长城证券金融研究所

表 13：本次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

序号	项目名称	营业收入 (万元/ 年)	利润总额 (万元/年)	固定资产投入 (万元)	折旧费用 (万元/ 年)
1	2 万吨/年高强度结构沥青料项目	16,704	2,680	4,488	345
2	10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	26,402	2,302	3,494	288
3	改性沥青生产及仓储项目	43,648	3,528	7,033	569
4	5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	2,800	1,835	4,945	380
合计		89,554	10,345	19,960	1,582

数据来源:招股说明书 长城证券金融研究所

本次募集资金投资项目全部建成投产后，公司通用型改性沥青生产能力提高22.22%、新增高强度结构沥青料2 万吨/年、废橡塑改性沥青10 万吨/年和乳化沥青3万吨/年的生产能力，将使公司初步完成创新成果产业化的阶段性目标，实现产品链的升级，使公司竞争优势更为突出



十、风险提示

1、原材料价格波动的风险

改性沥青生产过程中主要原材料为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，更不利于公司的成本控制，增加了公司的经营风险。

2、行业周期性所导致的产能扩张无法得到消化的风险

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依赖程度较大。若公司募投项目实施后，产品运输半径涵盖的区域公路建设规模发生重大不利变化，同时公司销售能力无法尽快提升，将使公司面临新增产能无法在短期内得到消化的风险。



研究员介绍:

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001年加入长城证券研究所。

李 龙: 建筑、建材行业研究员, 2009 年加入长城证券研究所。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>