

新产品投放推动公司持续发展

宝利沥青 (300135)

创业板

上市合理价格区间: 36.72-42.84 元

新股分析报告

2010 年 10 月 11 日 星期一

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人

王会芹

021-50586660-8624

发行数据

总股本(发行前)	6000 万股
拟发行股份	2000 万股
募集资金	7.29 亿元
发行日期	2010-10-12

财务指标

每股净资产(元)	4.16
净资产收益率(%)	10.5%
资产负债率(%)	64.9%

申购要点

- **专业沥青生产商。**公司主要生产通用型改性沥青、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,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领域。
- **基建和需求结构升级促进行业保持高增长。**1) 未来我国道路建设领域将快速发展。目前我国公路、机场、高铁等基础设施建设保持快速增长,年增长率在 20% 左右,沥青需求旺盛。2) 专业沥青相比传统沥青具有更好的性能,其作为高等级公路新材料在全国范围内正逐步取代普通沥青。
- **公司未来增长依赖新产品投放和销售扩展。**1) 公司目前通用型改性沥青收入占比较高,毛利率相对不高。高速铁路专用乳化沥青等新产品具有高附加值,毛利率均处于较高水平。目前新产品市场推广顺利,将拉升公司综合毛利率。2) 沥青销售具有区域性,公司一方面通过工艺改进提高改性沥青辐射半径,另一方面加大销售布点,在国内主要区域设立分公司,同时开拓国际市场,来保障扩张产能的销售。
- **募投项目与资金运用。**公司本次拟向社会公开发行 2000 万股,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。
- **定价区间与申购建议:**我们预计公司 2010-2012 年每股收益将达到 1.02 元、1.57 元和 2.06 元,由于业务相似的公司中路翔股份市盈率过高,主要参考国创高新和目前 A 股市盈率,我们认为给予公司 2010 年 36-42 倍动态 PE 较为合理,上市后合理价格区间为 36.72-42.84 元。

业绩预测表

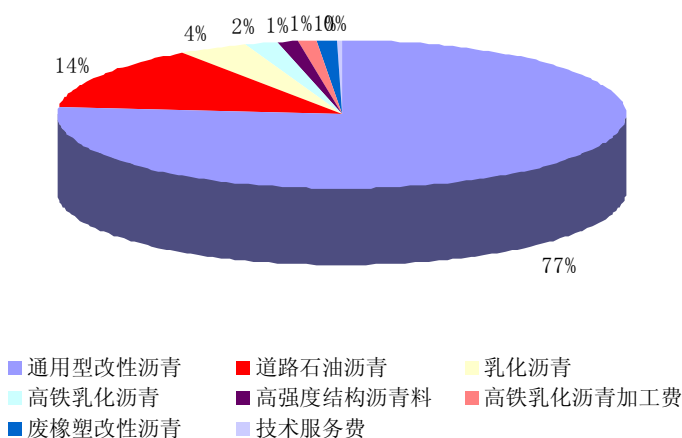
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	703	992	1,264	1,594
增长率	31.7%	41.1%	27.4%	26.1%
净利润(百万)	59	81	125	165
增长率	49.7%	37.7%	54.2%	31.3%
每股收益/摊薄	0.74	1.02	1.57	2.06

1、公司概况与股权结构

公司主要生产通用型改性沥青、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，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领域。其中，后三种产品为公司自主研发、具有较强技术壁垒的高等级公路新材料，也是保证公司未来高速、持续成长的核心产品。

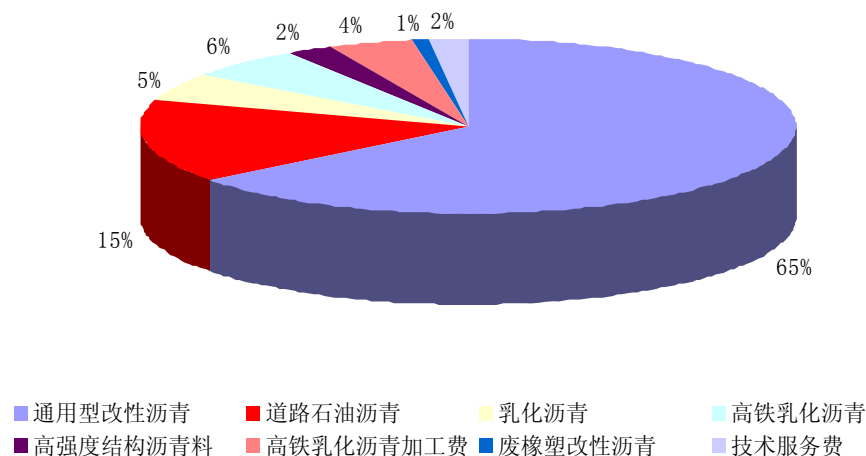
根据“息旺能源”统计，2009年全国改性沥青市场需求量275万吨，公司销售改性沥青13.21万吨，公司改性沥青产品在全国的市场占有率约为4.80%。

图表 1 公司产品销售收入构成



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图表 2 公司产品销售利润构成



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

公司的实际控制人为周德洪、周秀凤夫妇，二人合计持有公司4,736万股，占未发行前公司总股本的78.93%。本次发行后，持股比例降为59.20%，仍为公司的实际控制人。

本次发行前总股本为6000万股，公司此次拟向社会公开发行A股2,000万股，占发行后总股本的25%。

公司拥有两家全资子公司，分别为：陕西宝利沥青有限公司，湖南宝利沥青有限公司；无其他参、控股公司。

图表 3 公司发行前后股权结构

股东名称	发行持股数 (万股)	前持股比例 (%)	发持股数 (万股)	行后持股比 例 (%)
周德洪	3,000	50	3,000	37.5
周秀凤	1,736	28.93	1,736	21.7
天安集团	250	4.17	250	3.13
袁亚康	250	4.17	250	3.13
朱培凤	250	4.17	250	3.13
其他 12 名股 东	514	8.56	514	6.43
社会公众股	—	—	2000	25
合计	6,000	100	8,000	100

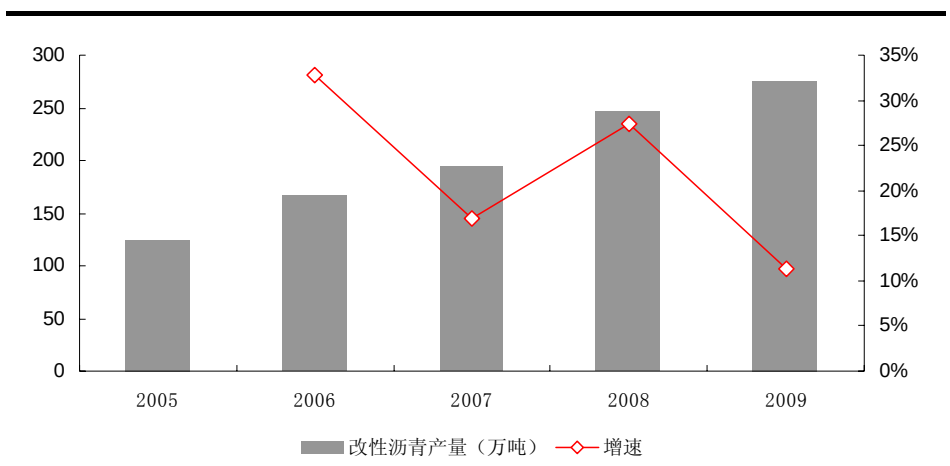
资料来源：招股说明书

2、基建和需求结构升级促进行业保持高增长

未来我国道路建设领域仍将快速发展

我国专业沥青行业起步较晚，1992年修建首都机场高速公路才第一次使用了改性沥青。但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，整个行业呈现上升趋势。

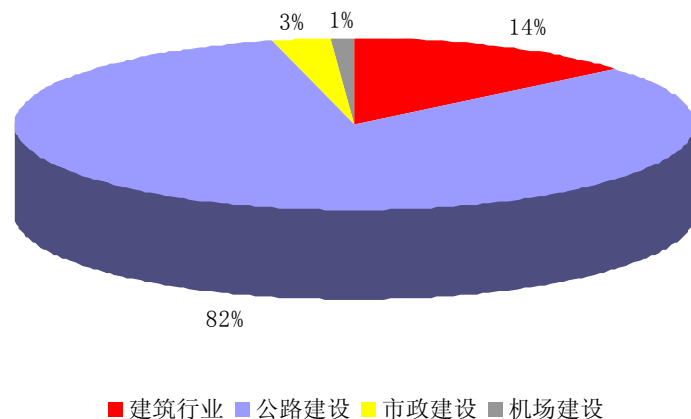
图表 4 专业沥青产量逐年增加



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

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。

图表 5 沥青下游应用领域



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

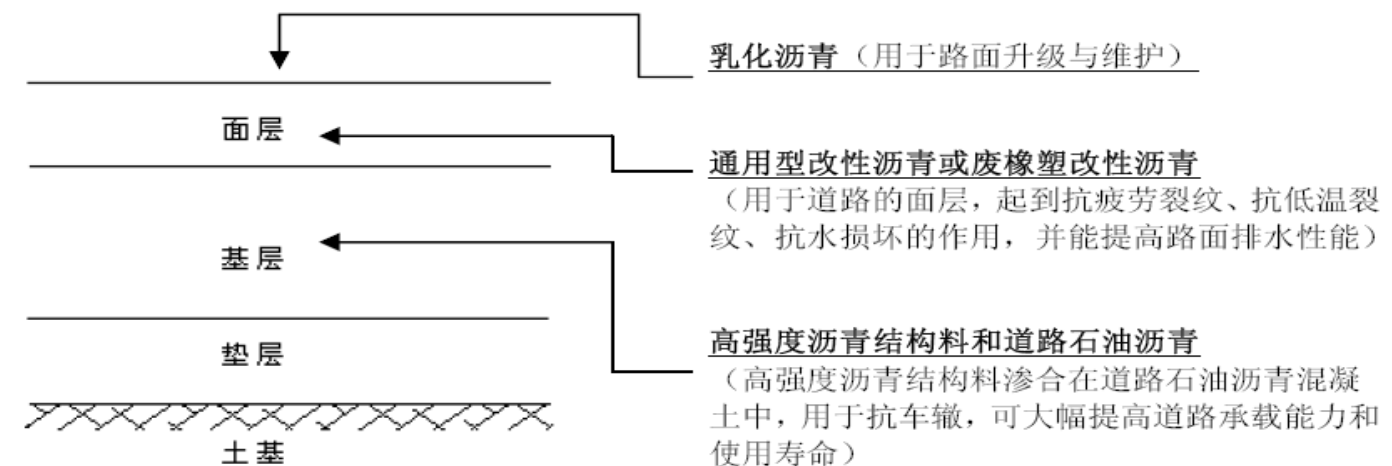
- 1) 新建高速公路。依照《国家高速公路网规划》，到2010年我国高速公路的总里程将达到6.5万公里。据预测，“十一五”期间我国道路沥青的年消费量在1,200万吨至1,500万吨，改性沥青的需求将占10%至20%以上。随着交通建设规模的大幅增加，预计至2010年国内专业沥青中改性沥青的市场需求量将达到460万吨。
- 2) 市政道路建设。近年我国市政建设发展较快，地方市政道路建设标准不断提高，改性沥青用量将继续扩大，未来市场需求稳定增长。
- 3) 路面维修养护。我国大部分高速公路使用寿命预计为5-10年，2013年后我国主要高速公路将逐步进入养护期，路面保养维护将增大对改性沥青的需求。
- 4) 机场建设。国家发改委和国家民航总局正在酝酿大规模的机场建设计划，预计未来5年内，我国内地机场建设投资规模将达到1,400 亿元左右，其中预计10%左右的资金将用于机场的道路建设。改性沥青在机场道路建设中所占比例较高，未来机场建设计划将带动改性沥青的市场需求。

除了上述主要领域，高速铁路建设的快速增长（2010-2020 年我国将投资7000亿用于高速铁路建设，总里程超过24000 公里）也将拉动高铁乳化沥青等产品的市场需求。

专业沥青前景广阔，竞争相对较低

专业沥青相比传统沥青具有更好的性能，其作为高等级公路新材料在全国范围内正逐步取代普通沥青。

图表 6 专业沥青在公路中的应用



资料来源: 招股说明书

专业改性沥青相对普通沥青具有如下优势, 各种壁垒决定了改性沥青竞争弱于普通沥青, 产品发展空间更大。

技术壁垒: 改性沥青生产要求成熟的工艺、独特的配方和完善的检测手段, 这些都需要企业通过多年的积累、上百次的试验; 客户对专业沥青产品有不同的需求, 具备新产品开发能力的企业才能在这个领域生存。

资金壁垒: 专业沥青行业固定资产投资较大, 同时, 专业沥青行业中普遍存在的前端采购占用资金较多、后端销售回款较慢的特点, 这两方面均对行业内企业的资金实力提出了较高要求。

历史业绩壁垒: 改性沥青生产企业基本以投标来获得业务机会, 需要具有优良的历史业绩, 相当的生产规模和良好的信誉。

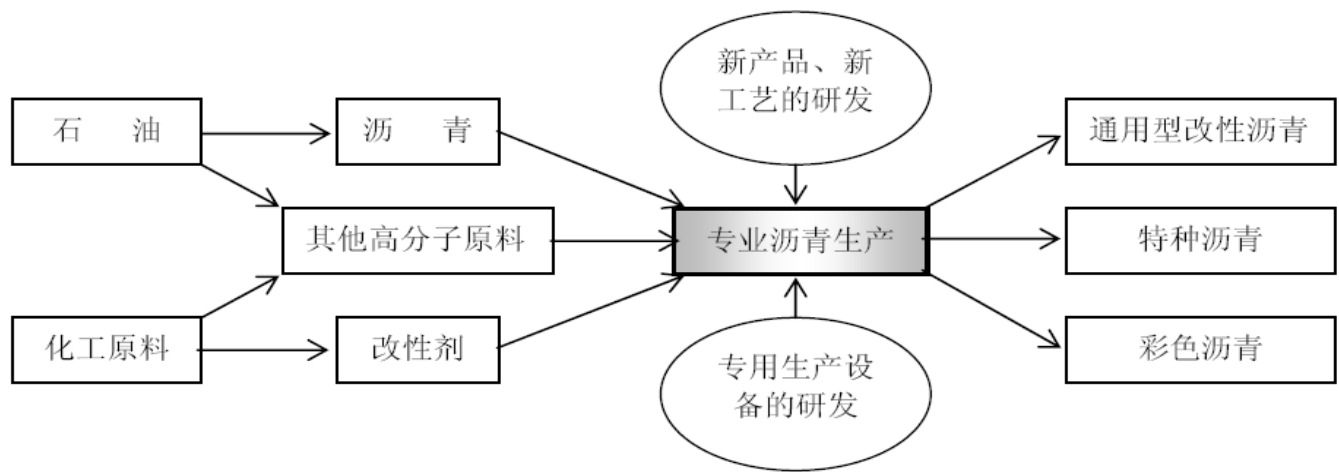
专业化壁垒: 改性沥青生产企业, 尤其是采用工厂改性模式的生产企业, 为保证设备的安全运行, 需要具有熟悉设备和工艺流程的管理人员及技工队伍, 行业的新进入者较难在短期内在专业化员工队伍建设方面取得突破。

3、公司未来增长依赖新产品投放和销售扩展

3.1 高端产品投放提高公司毛利率

公司以石化产品为原料, 生产专业沥青产品, 再依赖研发水平的提高, 开发各种特种沥青。

图表 7 公司上下游产业链

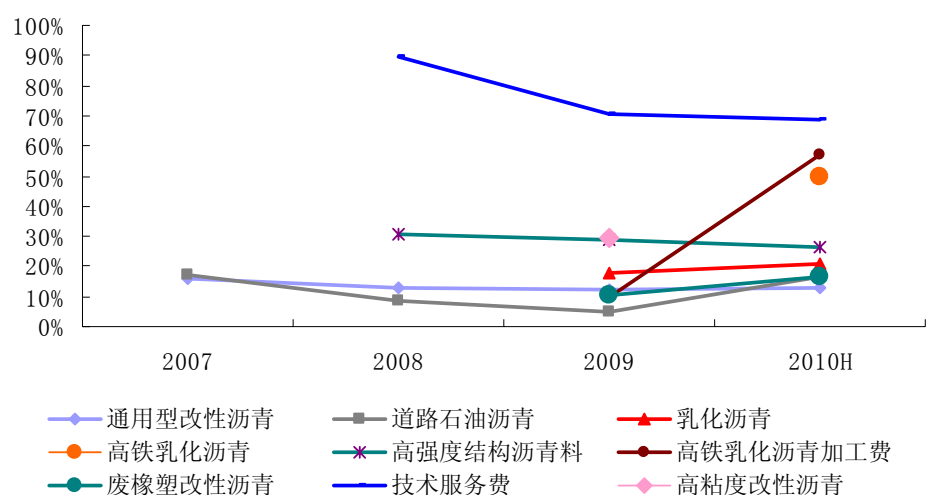


资料来源：招股说明书

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，这种销售模式决定了公司的综合毛利率不高，2009年为14.82%。

公司目前通用型改性沥青收入占比为较高，其毛利率相对不高。公司主要新型高端产品有高速铁路专用乳化沥青、废橡塑改性沥青和高强度结构沥青料。目前新产品市场推广顺利，新产品具有高附加值，毛利率均处于高位水平，如高强度结构沥青料毛利率为26.16%，高铁专用乳化沥青为49.4%。新产品的进一步投放将拉升公司综合毛利率，对公司业绩增长的作用将日趋增大。

图表 8 高毛利率的新品种陆续投放



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

3.2 扩大产品销售半径和多区域建厂相结合

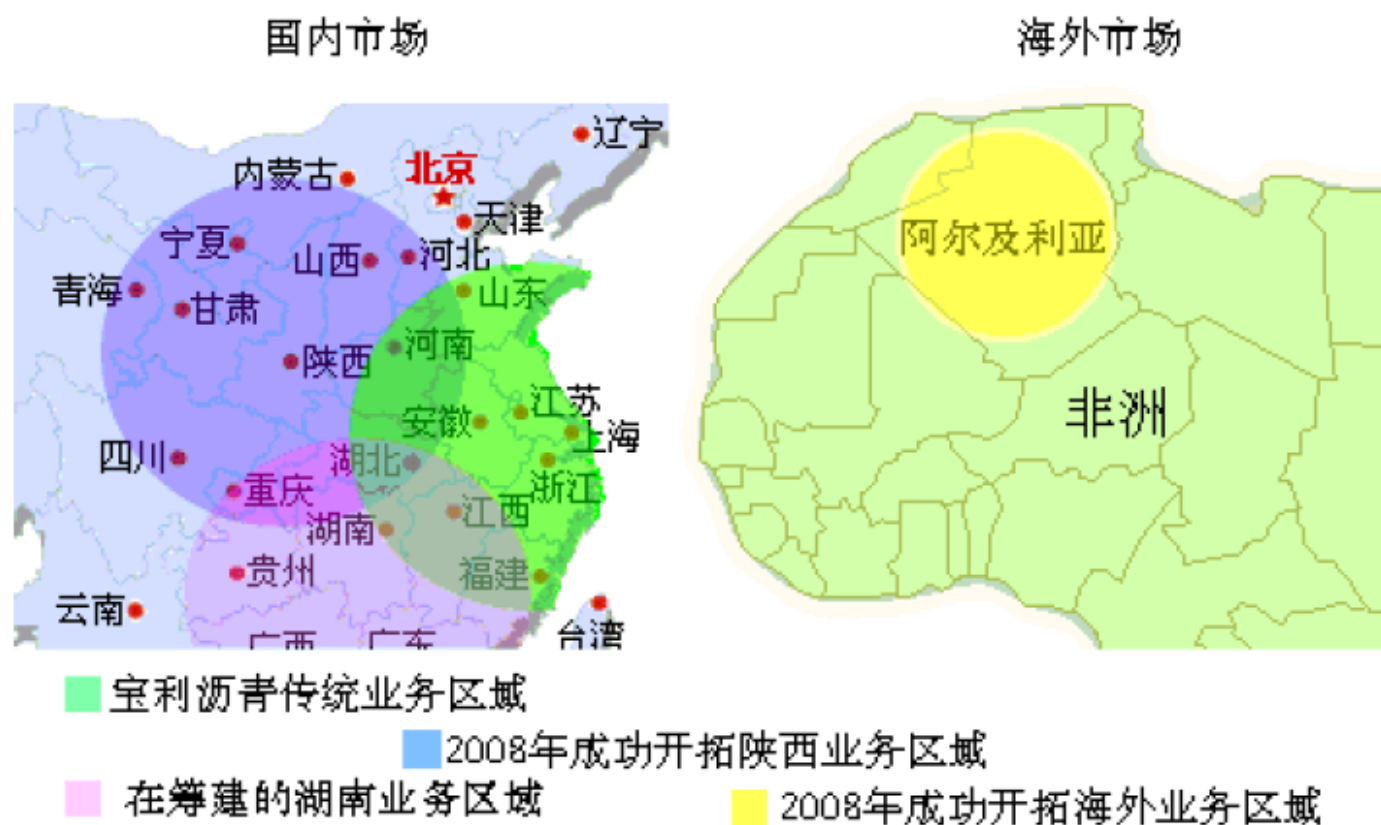
改性沥青产品辐射半径通常为300公里，存在运输瓶颈，这也决定了公司产品销售具有明显的区域性。为了适应这种客观情况，公司采取了两个举措：1) 通过改进生产工艺，大幅提高了改性沥青产品的抗离析性能和高温贮存稳定性能，将改性沥青产品辐射半径提高到800公里。2) 在全国主要区域进行布点，建立分公司，扩大销售网络，同时开拓国际市场。

目前，公司产品已经涵盖江苏等7省和西部五省，未来规划包括：

- 湖南子公司，开拓中南市场；
- 吉林子公司，依托现有哈大高铁生产基地，开拓东北市场；
- 新疆子公司，开拓新疆市场。
- 国外市场：利用已经在阿尔及利亚业务树立的品牌和示范效应，继续开拓阿尔及利亚、安哥拉、摩洛哥等非洲地区市场。

公司销售市场的不断扩大将为公司持续高速的发展提供保障。

图表 9 公司形成国内 3 大区域和海外市场共同拓展的销售格局



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

4、财务状况比较

目前已有的专业沥青行业上市公司有路翔股份、国创高新两家企业，我们将三家公司的财务状况进行比较。

公司的销售规模不断扩大，2009年销售额和利润水平已经为3家中最高；净利润增长率保持较高水平，为3家最高；2009年开始，公司毛利率、净资产收益率等主要盈利能力指标开始超越其他两个公司。

图表 10 公司与同行业其他公司的财务指标对比（1）

	指标名称	营业收入 (百万元)	归属母公 司净利润 (百万元)	营业收入 同比增长 (%)	归属母公 司净利润同 比增长 (%)	销售毛利 率 (%)	销售净利 率 (%)	净资产收 益率 (%)
2007	宝利沥青	461.1	20.8			14.48	4.35	16.54
	国创高新	471.9	27.7	25.64	38.54	17.38	5.96	19.44
	路翔股份	275.4	28.2	25.26	45.98	18.29	10.68	20.49
2008	宝利沥青	534.0	39.4	15.81	89.80	13.45	7.38	27.13
	国创高新	608.0	29.4	28.83	6.44	15.45	4.93	22.13
	路翔股份	349.3	14.9	26.85	-47.28	13.11	4.31	6.86
2009	宝利沥青	703.3	58.3	31.69	48.02	14.82	8.29	30.05
	国创高新	613.9	35.1	0.97	19.25	14.17	5.56	22.61
	路翔股份	607.2	20.8	73.81	39.69	11.45	3.36	9.08
2010H	宝利沥青	348.1	26.1			15.28	7.51	11.06
	国创高新	177.7	2.7	1.99	3.66	11.81	0.98	0.66
	路翔股份	337.7	1.2	139.68	647.10	8.91	-0.08	0.49

资料来源: wind, 东海证券研究所

图表 11 公司与同行业其他公司的财务指标对比（2）

	指标名称	资产负债率 (%)	流动比率	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	应收账款周转 天数(天)
2007	宝利沥青	49.88	1.32	25.05	1.84	38.18
	国创高新	73.47	1.24	4.88	1.01	76.02
	路翔股份	43.62	2.06	8.59	0.96	99.20
2008	宝利沥青	50.43	1.35	29.82	1.83	62.73
	国创高新	66.68	1.30	7.13	1.31	77.70
	路翔股份	41.91	2.06	6.41	0.85	130.06
2009	宝利沥青	43.45	1.64	8.59	1.93	52.99
	国创高新	70.76	1.24	6.67	1.18	105.89
	路翔股份	64.72	1.02	5.21	0.92	92.06
2010H	宝利沥青	64.93	1.28	1.77	0.63	75.67
	国创高新	26.79	3.77	0.81	0.24	184.03
	路翔股份	73.73	0.99	1.05	0.32	92.19

资料来源: wind, 东海证券研究所

5、募集项目与资金运用

公司本次拟向社会公开发行2000万股，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。

图表 12 公司募投资金投向和盈利能力预计

序号	项目名称	项目投资规模(万元)	投入募集资金(万元)	营业收入(万元/年)	利润总额(万元/年)
1	2 万吨/年高强度结构沥青料项目	5,288	5,200	16,704	2,680
2	10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	4,544	4,500	26,402	2,302
3	改性沥青生产及仓储项目	8,083	5,000	43,648	3,528
4	5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	5,045	4,800	2,800	1,835
5	补充公司流动资金	5,000	5,000		
6	与主营业务相关的营运资金				

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

6、盈利预测及申购建议

主要产品盈利预测假设：

	2010	2011	2012
通用型改性沥青			
销售量(万吨)	16	19.8	22
销售价格(元/吨)	4500	4400	4400
营业收入(百万元)	615.38	744.62	827.35
营业成本(百万元)	536.62	651.54	723.93
毛利率(%)	12.80%	12.50%	12.50%
道路石油沥青			
销售量(万吨)	3.245	4.543	5.192
销售价格(元/吨)	4400	4300	4200
营业收入(百万元)	122.03	166.96	186.38
营业成本(百万元)	107.39	146.93	164.01
毛利率(%)	12.00%	12.00%	12.00%
高强度结构沥青料			
销售量(万吨)	0.68	1.2	1.8
销售价格(元/吨)	8500	8500	8500
营业收入(百万元)	52.21	92.14	138.21
营业成本(百万元)	38.64	68.18	102.28
毛利率(%)	26.00%	26.00%	26.00%
废橡塑改性沥青			
销售量(万吨)	0.6	2.5	6
销售价格(元/吨)	4500	4500	4500
营业收入(百万元)	23.08	96.15	230.77
营业成本(百万元)	19.38	80.67	193.62
毛利率(%)	16.00%	16.10%	16.10%
高铁乳化沥青			
销售量(万吨)	0.8	1.5	2.1

销售价格（元/吨）	4500	4500	4500
营业收入（百万元）	32.52	60.98	85.37
营业成本（百万元）	16.59	28.66	40.12
毛利率（%）	49.00%	53.00%	53.00%

盈利预测结果如下：

图表 13 公司利润表预测（万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	53404.65	70330.01	99222.92	126385.07	159407.64
减：营业成本	46222.02	59906.08	84106.42	106147.35	133068.13
毛利率	13.45%	14.82%	15.23%	16.01%	16.52%
营业税金及附加	103.38	329.16	297.67	379.16	478.22
资产减值损失	332.87	117.42	198.45	252.77	318.82
销售费用	242.06	540.50	1885.24	1453.43	1275.26
销售费用率	0.45%	0.77%	1.90%	1.15%	0.80%
管理费用	1092.53	1629.66	2282.13	2906.86	3666.38
管理费用率	2.05%	2.32%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用	882.53	669.40	893.01	505.54	1243.38
财务费用率	1.65%	0.95%	0.90%	0.40%	0.78%
费用合计	2217.12	2839.56	5060.37	4865.83	6185.02
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
二、营业利润	4529.26	7137.79	9560.02	14739.97	19357.45
营业利润率	8.48%	10.15%	9.63%	11.66%	12.14%
加：营业外收入	148.48	0.00	0.00	1.00	2.00
减：营业外支出	11.04	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
三、利润总额	4666.71	7137.79	9560.02	14741.97	19361.45
减：所得税费用	726.18	1238.47	1434.00	2211.30	2904.22
四、净利润	3940.52	5899.32	8126.02	12530.67	16457.23
净利润率	7.38%	8.39%	8.19%	9.91%	10.32%
归属母公司所有者的净利润	3940.52	5899.32	8126.02	12530.67	16457.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(全面摊薄/元)	0.49	0.74	1.02	1.57	2.06

资料来源：wind，东海证券研究所

按发行后总股本为 8000 万股来计算，公司 2010-2012 年每股收益将达到 1.02 元、1.57 元和 2.06 元，由于业务相似的公司中路翔股份市盈率过高，主要参考国创高新和目前 A 股市盈率，我们认为给予公司 2010 年 36-42 倍动态 PE，上市后合理价格区间为 36.72-42.84 元。

图表 14 同行业上市公司相对估值比较

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	40.95	0.17	0.32	0.62	1.7	241	128	66	24
002377.SZ	国创高新	19.88	0.44	0.47	0.63	0.69	45	42	32	29

资料来源: wind, 东海证券研究所

7、风险提示

规模扩张带来的管理风险

公司最近几年一直保持着较快的发展速度,经营规模和资产规模均快速增长。如果本次发行获得成功,募集资金投资项目的实施将使公司生产规模和人员规模进一步扩大。公司势必在运营管理、科技开发、市场开拓、人才引进、内部控制等方面面临新的挑战。如果公司的管理团队、人力资源的素质及经营管理水平不能适应公司规模快速扩张的需要,组织架构和管理水平未能随着公司规模的扩大而及时调整完善,将影响公司的市场应变能力和持续发展能力,进而削弱公司的市场竞争力。公司存在规模迅速扩张引致的经营管理风险。

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。

原材料波动风险

上游原材料以沥青为主,与石油加工行业联动紧密,原材料受石油价格波动影响。原材料价格与供给量的波动将影响专业沥青加工行业。

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122