



吴剑雄

执业证书编号: S0730209100118

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

技术创新和市场开拓支持公司快速成长

——宝利沥青（300135）新股点评

研究报告-新股点评

发布日期: 2010 年 10 月 11 日

报告关键要素:

宝利沥青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，技术水平居于全国领先地位。公司拟募投产品毛利率高，市场供不应求，前景看好，是公司未来业绩增长点。

事件:

宝利沥青（300135）新股发行。“以创新为核心，迅速成长为国内领先的，集研发、生产为一体的高等级公路新材料龙头企业”是公司近年的发展战略，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。公司拟在创业板发行新股 2000 万股，发行后总股本为 8000 万股，发行价为 36.46 元，拟募集资金 7.29 亿元。

点评:

- **公司主营业务简介。**公司属于道路专业沥青生产行业，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。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材料，也是保证公司未来高速、持续成长的核心产品。
- **公司业务经营模式。**公司通过参与公路、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在内的一揽子专业沥青产品。
- **我国专业沥青市场未来几年将持续供不应求。**需求方面，目前我国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养护。其中，以公路建设的需求量最大，占比 80% 以上。根据《进一步扩大内需促进经济增长的十项措施》中关于加快铁路、公路和机场等重大机场设施建设的方针，2009 年投资规模达到 1 万亿，并保持 20% 左右的年增长率，专业沥青的需求量同步增长。同时，部分西部地区新建和改扩建干线机场的建设将进一步扩大市场对专业沥青的需求。供给方面，近年来道路石油沥青产量年增长率在 8-20% 左右，受国内原油产量的限制，我国每年均需从国外进口一定数量的道路石油沥青、改性沥青来满足国内市场，伴随着高速公路和高等级公路建设的加速，供需缺口不断扩大。随着国家 4 万亿投资的深入推进和适度宽松的货币政策，各项机场建设工程的资金得到有效保障，预计未来几年内，专业沥青行业将继续保持产销两旺局面。
- **公司核心竞争优势。**公司核心竞争力主要体现在三个方面。其一，清晰的公司发展战略是公司核心竞争优势的基础。“以创新为核心，迅速成长为国内领先的，集研发、生产为一体的高等级公路新材料龙头企业”是公司近年的发展战略。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，技术水平居于全国领先地位。其二，技术创新及创新成果产业化能力是公司成长的重要推动力。公司近年来不断通过工艺配方的改良、新材料的使用来降低现有产品成本，同时利用创新能力，实现了产品结构优化。其三，强大的市场开拓能力是公司持续成长的保证。
- **公司未来业绩增长推动力。**公司未来业绩驱动力主要来自两个方面。其一，新产品的开发和产能的扩张提升公司的盈利能力。公司所开发的高强度结构沥青料、废橡塑改性沥青和高铁专业乳化沥青推广工作正逐步展开，未来市场前景广阔，加上公司拟募投项目投产后，产能限制问题也将得到解

决。另外，随着海外市场的拓展和高毛利产品的逐步推广，公司的产品结构将进一步优化，销售收入来源也将多元化，高毛利新产品的销售占比将迅速增大，公司的盈利能力将进一步提升。其二，国内外市场拓展。一方面，公司的技术创新扩大了公司业务辐射半径，另一方面，公司除了已有的江苏等7省和西部5省市场范围外，还将在吉林、新疆设立子公司，拓展市场范围，同时在阿尔及利亚市场已有的国外市场基础上，继续拓展非洲市场。

- **募投资金使用。**公司本次拟公开发行股票2000万股，占发行后总股份的25%，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、补充公司流动资金及主营业务相关的运营资金项目。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。公司拟募投项目投产后将有利于提高产品技术水平，扩大经营规模，进一步提升公司的核心竞争力。

表1：公司拟募投项目列表

项目名称	项目总投资 (万元)	项目投资规模 (万元)	投入募集资金 (万元)	预测建成后 营业收入 (万元/年)	预测建成后 利润总额 (万元/年)	固定资产投入 (万元)	折旧费用 (万元/年)
2万吨/年高强度结构沥青料项目	7155	5288	5200	16704	2680	4488	345
10万吨/年废橡塑改性沥青项目	6994	4544	4500	26402	2302	3494	288
改性沥青生产及仓储项目	10533	8083	5000	43648	3528	7033	569
5万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	5278	5045	4800	2800	1835	4945	380
补充公司流动资金	5000	5000	5000	-	-	-	-

资料来源：公司招股说明书

- **盈利预测。**我们预测公司2010-2011年EPS分别为1.00元和1.56元（按发行后股本摊薄计算）。根据可比公司市盈率，我们认为公司2010合理的市盈率在35-40倍，对应的公司合理的估值范围为35-40元，价值中值为37.50元，对应2009年的市盈率（发行后股本摊薄）为48-55倍。近期中小板上市首日收盘涨幅在40-60%左右，估计公司上市首日收盘价格约为51-58元，对应2010年的市盈率达到51-58倍。
- **风险提示。**（1）规模扩张带来的管理风险；（2）税收优惠的风险；（3）行业周期性风险；（4）产品订单持续增长的不确定性风险。

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	534.05	703.30	1154.27	1377.79
增长比率（%）	15.81	31.69	64.12	19.36
净利润（百万元）	39.41	58.33	79.62	125.05
增长比率（%）	96.46	48.01	36.50	57.05
每股收益（元）（摊薄前）	0.66	0.97	1.33	2.08
每股收益（元）（摊薄后）	0.49	0.73	1.00	1.56
市盈率（倍）				

发行数据

发行价（元）	36.46
发行数量（万股）	2000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	10月12日
上市日期	

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	3.12
每股经营现金流（元）	-0.12
销售毛利率（%）	15.28
净资产收益率（%）	10.48
资产负债率（%）	64.93
总股本/流通A股（万股）	6000
B股（万股）	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。