

增持(首次评级)

目标价格:	26.4 元
当前价格:	23.2 元
市场数据	
化工新材料指数	5265
三个月涨跌幅	12.7%
基础数据	
资产负债率(%)	6.0%
总股本(百万)	100
相对股价表现	



相关研究

宝通带业新股报告：橡胶输送带细分行业龙头

研究员：李项峰 证书编号 S0120209080060
 联系人：傅用增
 8621-68761616-8678
 fuyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
 上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122
<http://www.tebon.com.cn>

产品提价和胶价回落提升盈利增长预期

——宝通带业(300031) 调研报告

投资要点:

公司产品议价能力强,未来毛利率会逐步提升。公司主要产品为耐高温带、钢丝绳带和其他强力输送带,各占销售收入 30%多。耐高温带在国内同类产品处于技术领先,毛利率一直保持在 30%以上,钢丝绳带处于市场开拓期,随着客户认可度的提高,毛利率具备较大的提升空间,其他强力输送带的毛利率也已处于低位,并且未来低毛利产品占销售收入的份额会逐渐降低。

下游需求受节能减排影响不大,四季度产品开始提价。公司下游客户主要为钢铁、水泥、港口、电力,国家节能减排并没有影响公司需求,预计水泥行业需求增长 20%,钢铁行业需求平稳。公司满负荷生产,受产能限制产品供不应求,主要满足长期客户和资质较好的客户。下半年原材料橡胶价格涨幅较大,四季度产品价格已有所提升,预计明年产品价格会上浮 15%-25%。

募投项目煤矿用阻燃输送带明年 4 月份投产, 11 年产能释放 30%。该项目受新区修建高速公路征地影响,完全达产要推迟到明年 4 月份。该产品目标市场是替代 PVC/PVG 整芯阻燃输送带,市场拓展先于项目开展,由于打进煤矿现有采购体系需要一个过程,公司主要以神华等大型煤矿企业和新煤矿为突破口,客户反映良好,期待明后年逐步放量。

超募资金项目落实提升公司成长性。公司使用超募资金中的 1.68 亿元用于年产 600 万平方米高强度高性能钢丝绳芯输送带项目,3500 万元用于宝通-高校先进输送带技术研发中心项目。该项目定位国外矿山矿石长距离输送,公司依托自身的技术优势公关,产品质量已达到国际同类产品,但成本只占国外一半,未来竞争优势明显。

盈利预测及估值分析:我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 20%、46%和 35%,EPS 分别为 0.47 元/0.66 元/0.87 元。按 11 年 40 倍市盈率,其经验业务合理价值在 26.4 元,暂时不考虑超募资金的经营业绩,给予增持评级。

重要财务指标

单位:百万元

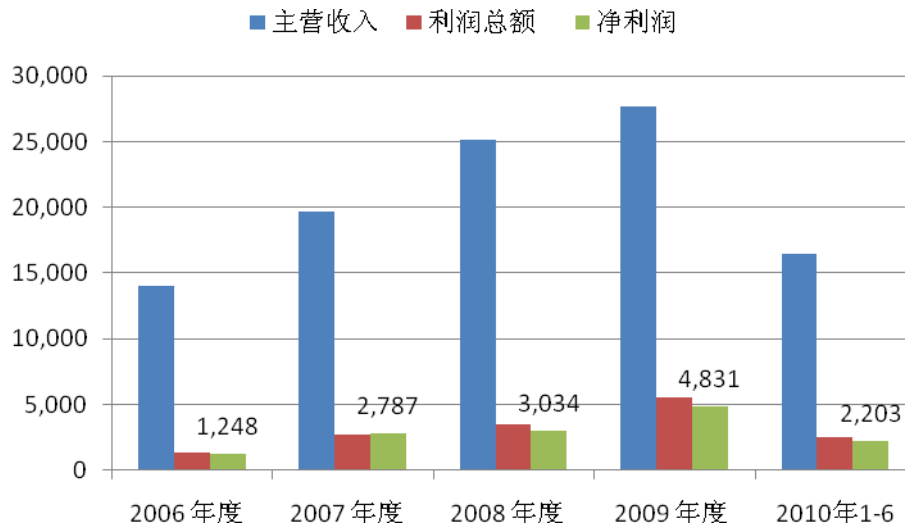
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	277	333	487	659
收入增幅(%)	27%	33%	46%	35%
净利润	48	47	66	87
净利增幅(%)	9%	56%	39%	32%
毛利率(%)	20.5%	20.3%	20.9%	21.2%
ROE(%)	23.3%	7.4%	9.4%	11.0%
EPS(元)	0.41	0.47	0.66	0.87

1. 公司概况：国内高温输送带行业的领军企业

公司专业从事各种橡胶输送带的研发、生产和销售，产品主要定位于具有高强度、耐高温、超耐磨损、防撕裂、长距离输送等性能的输送带，广泛用于钢铁、水泥、港口、电力、矿业等行业的物料输送，90%以上内销，其余出口世界各地。公司在各行业的销售比重大致为（以 2008 年销售量为例）：钢铁 56.97%、水泥 20.25%、港口 6.78%、电力 5.85%，其他及出口 10.15%，主要客户为行业内的龙头或大型企业，包括宝钢股份、海螺水泥、秦皇岛港务局、国电电力、防城港等。

公司主营收入增长迅速，收入规模从 06 年的 1.4 亿增至 09 年的 2.7 亿，复合增长率为 34%，净利润则从 06 年的 1200 万元增至 09 年的 5500 万元，复合增长率 55%。

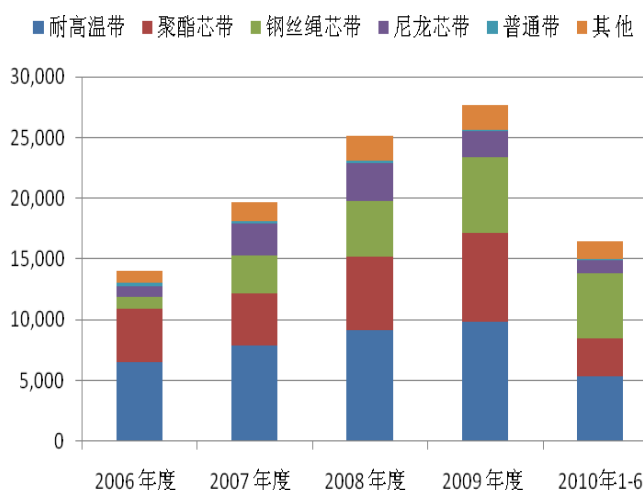
图表 1 公司主营收入和净利润保持高速增长（单位：万元）



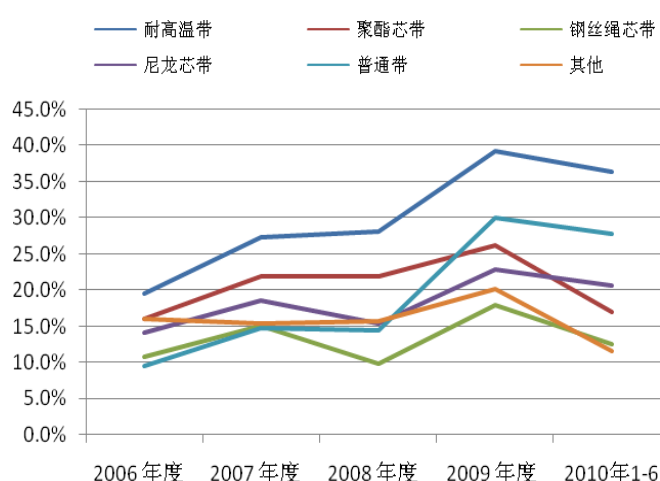
资料来源：招股意向书、公司年报，德邦证券经济研究所

图表 2 公司主营收入构成（单位：万元）

图表 3 公司产品毛利率（单位：%）



资料来源：招股意向书、公司年报，德邦证券经济研究所



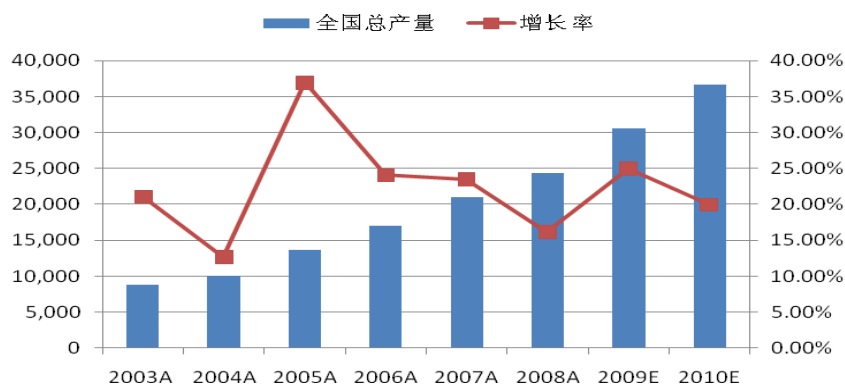
资料来源：招股意向书、公司年报，德邦证券经济研究所

2. 输送带行业：技术和品牌优势主导未来市场

2.1 行业集中度逐步提高

橡胶输送带用于连续输送散装物料或成件物品，其能源消耗和运输成本低于铁路和汽车运输，广泛运用于采掘、能源、交通、冶金、机械、物流等多个领域。我国的输送带生产量居世界第一，其中安全、环保、节能的高强力输送带占其中的 80%，前 10 家输送皮带企业的生产能力占全国的 57%，在品种系列、质量与技术上都完全与国际接轨，行业集中度逐步提高，竞争力呈现明显的梯度。据中国橡胶工业协会统计全国总产量由 03 年的 8876 万平方米上升到 08 年的 24400 万平方米，预计未来仍将保持 20% 以上的增长。2008 年输送带行业全年销售额为 80 亿人民币。

图表 4 橡胶输送带行业保持 20% 速度增长（单位：万平方米、%）



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

2.2 技术和服务成为输送带行业主要竞争手段

中国橡胶输送带行业的发展，从注重数量逐步转向注重质量和使用寿命；从注重产品售后服务逐步转向产品的售前、售中、售后的全方位服务；从注重短期效益逐步转向大力发展新的使用领域，追求高附加值产品。输送带行业必将朝着节能、节材、安全、环保型发展，产品开发更注重提高抗冲击、防撕裂、耐磨耗、耐臭氧等性能和使用寿命。因此输送带行业对于新产品研发的技术要求越来越高。输送带行业客户多为国家大型国有企业，采购多采用招标方式，这使得具有品牌和技术优势的企业竞争优势更为明显。

少数优势企业竞争将向差异化竞争阶段转化，表现为产品的技术特点和服务差异化，经营模式由标准化、规模化生产逐步向“定制生产”模式过渡。“定制生产”模式要求生产企业在从对用户的作业现场调研开始，到产品交付、安装、使用、培训、售后服务及问题解决的全过程提供个性化服务，要求企业具有强大的橡胶配方设计和持续优化能力，具备更高效率、更精细化的业务运行体系，要求企业的销售部门、质量技术部门和生产部门之间建立便捷的联动机制，同时建立有关产品、工艺、客户作业条件、客户反馈等方面的数据资料库。“定制生产”模式的采用，提高了行业的进入门槛，增强了客户对生产企业的黏性。在相同品质的产品竞争时，“定制生产”模式的优势尤为突出。

3. 公司的优势在于准确的产品定位、定制生产模式和领先的技术

公司确立差异化竞争策略，将产品定位于“新、热、特、精”，通过技术与产品品质的差异化参与市场竞争，追求盈利的可持续增长。这部分产品的市场空间大，竞争环境相对宽松，单位面积产品盈利能力强。经过持续的研发投入和技术改进，公司逐渐在耐高温输送带、高强度输送带、煤矿用叠层阻燃输送带等领域确立了自己的产品和技术优势。TNG 型 EP 耐高温输送带、长距离耐高温钢丝绳芯输送带等产品，在国内耐高温输送带的市场占有率稳居第一（2008 年市场占有率为 30%以上）。公司主要客户基本为行业的龙头或大型企业，包括宝钢股份、海螺水泥、马钢股份、中材集团、山西太钢、华新水泥、秦皇岛港务局、国电电力、防城港等。近年来，公司产品占主要大客户输送带采购额的比例总体呈上升趋势，公司每年的新增订单中有 50%以上来自于原有客户的规模扩张。

公司采取“定制生产”模式提高客户忠诚度。业内输送带企业普遍采用“订单生产”、“先产后销”的经营模式，公司则逐步完善了定制生产经营模式，从客户的具体使用工况和生产操作习惯出发，利用丰富的产品设计经验，为客户提供更具性价比的输送带设计方案，为客户创造更大价值，从而提高客户忠诚度，提升产品盈利能力。

3.1 下游需求受节能减排影响不大，提价提升未来毛利率

根据调研了解，国家节能减排并没有影响公司需求，预计水泥行业需求增长 20%，钢铁行业需求平稳。公司满负荷生产，受产能限制产品供不应求，主要满足长期客户和资质较好的客户。下半年原材料橡胶价格涨幅较大，四季度产品价格已有所提升，预计明年产品价格会上浮 15%-25%。公司的合同签订模式为 50% 订单的签订在年初签订，剩余部分一部分根据下游客户具体项目的招投标签订；一部分是零散销售。因此公司涨价一般滞后于原料价格上涨，但会受益于未来原料价格下跌。天胶期货价格在近期已有明显回落，未来有望走稳，这对公司的正常经营非常有利。

公司目前产品结构逐步向高毛利产品调整，耐高温带、钢丝绳带和其他强力输送带，各占销售收入 30% 多。耐高温带在国内同类产品处于技术领先，毛利率一直保持在 30% 以上，钢丝绳带处于市场开拓期，随着客户认可度的提高，毛利率具备较大的提升空间，其他强力输送带的毛利率也已处于低位，并且未来低毛利产品占销售收入的份额会逐渐降低。提价将有力提高公司盈利能力。

图表 5 橡胶期货价格



资料来源: wind

4. 煤矿用阻燃输送带明年 4 月份投产，11 年产能释放 30%。

募投项目煤矿用阻燃输送带受新区修建高速公路征地影响，完全达产要推迟到明年 4 月份。该产品目标市场是替代 PVC/PVG 整芯阻燃输送带，市场拓展先于项目开展，由于打进煤矿现有采购体系需要一个过程，公司主要以神华等大型煤矿企业和新煤矿为突破口，客户反映良好，期待明后年逐步放量。项目建成达产后，可年产 600 万平方米煤矿用高性能节能叠层阻燃输送带，在产品销售价格为（非含税）52 元/平方米时，达产后年销售收入 31,200 万元，税前利润总额 4,007 万元，年增净利润 3,406 万元（按 15%的企业所得税税率计算），较项目实施前的 2008 年分别增长 124.36%、115.64%、112.30%。

5. 超募资金项目落实提升公司成长性。

公司使用超募资金中的 1.68 亿元用于年产 600 万平方米高强度高性能钢丝绳芯输送带项目，3500 万元用于宝通-高校先进输送带技术研发中心项目。该项目定位国外矿山矿石长距离输送，公司依托自身的技术优势公关，产品质量已达到国际同类产品，但成本只占国外一半，未来竞争优势明显。项目建成后，平均每年增加营业收入 27,000 万元，年均增加净利润 4,500 万元。

6. 风险提示：主要原材料变化引起公司盈利大幅波动风险

公司输送带产品的主要原材料是橡胶（包括天然橡胶和合成橡胶）。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月，橡胶材料成本占公司主营业务成本的比例分别为 36.58%、33.43%、34.22%和 31.68%，橡胶价格的波动对公司经营成果影响较大。如未来宏观经济波动导致大宗商品价格提升较快，公司毛利率可能面临较大的下行风险。

7. 盈利预测及估值分析：

我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 20%、46%和 35%，EPS 分别为 0.47 元/0.66 元/0.87 元。按 11 年 40 倍市盈率，其经验业务合理价值在 26.4 元，暂时不考虑超募资金的经营业绩，给予增持评级。

附录：财务报表摘要

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	608	546	439	464	营业收入	277	333	487	659
现金	481	430	210	220	营业成本	198	265	385	519
应收账款	78	53	138	121	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	2	3	4	5	营业费用	9	10	14	19
预付款项	6	9	14	18	管理费用	12	12	17	24
存货	28	39	57	77	财务费用	1	-10	-7	-5
其他流动资产	14	11	16	22	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	80	153	371	449	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	73	98	226	331	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	2	2	2	2	营业利润	56	56	78	103
其他非流动资产	5	52	142	116	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	688	700	810	913	利润总额	55	56	78	103
流动负债	77	61	106	121	所得税	7	8	12	15
短期借款	20	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	42	45	81	88	净利润	48	47	66	87
其他流动负债	15	17	24	33	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	48	47	66	87
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	123	52	83	119
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	0.47	0.66	0.87
负债合计	77	61	106	121	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	50	100	100	100	成长能力				
资本公积	484	434	434	434	营业收入	27.4%	32.8%	46.3%	35.1%
留存收益	77	104	170	257	营业利润	26.5%	58.6%	39.2%	32.0%
归属母公司股东权益	611	638	704	792	归属于母公司净利润	8.9%	56.4%	39.2%	32.0%
负债和股东权益	688	699	810	912	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	20.5%	20.3%	20.9%	21.2%
单位: 百万元					净利率(%)	12.1%	14.2%	13.6%	13.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	23.3%	7.4%	9.4%	11.0%
经营活动现金流	116	60	2	105	ROIC(%)	57.5%	28.9%	14.2%	16.6%
净利润	48	47	66	87	偿债能力				
折旧摊销	67	6	12	22	资产负债率(%)	26.4%	8.7%	13.0%	13.2%
财务费用	1	-10	-7	-5	流动比率	2.57	8.94	4.16	3.84
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.04	8.30	3.62	3.21
营运资金变动	-8	0	0	0	营运能力				
其他经营现金流	8	17	-69	1	总资产周转率	1.56	0.76	0.65	0.76
投资活动现金流	-23	-100	-230	-100	净资产周转率	2.50	0.87	0.73	0.88
资本支出	22	100	230	100	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0					

其他投资现金流	-1	0	0	0	EPS	0.81	0.47	0.66	0.87
筹资活动现金流	431	-10	7	5	每股净资产	3.48	6.38	7.04	7.92
短期借款	-5	-15	0	0	每股经营现金流	3.58	0.60	0.02	1.05
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	40	63	0	0	P/E	28.67	48.89	35.12	26.60
资本公积增加	483	370	0	0	P/B	6.67	3.63	3.29	2.93
其他筹资现金流	-87	-427	7	5	P/S	3.47	6.96	4.76	3.52
现金净增加额	524	-50	-220	10	EV/EBITDA	28.59	36.53	22.78	15.85

投资评级

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 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。