



东兴证券
DONGXING SECURITIES

新产品与新市场驱动公司快速发展

2010年12月14日

强烈推荐/首次

化工行业

调研快报

——宝利沥青（300315）调研快报

杨若木 基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

yangrm@dxzq.net.cn

010-66507316

杨伟 联系人

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66507317

事件：

2010年12月9日，我们与公司董秘陈永勤先生就公司的募投项目、今年发展情况以及公司发展前景进行了交流。

问题 1：公司今年各产品的产能、产量，新产品占公司营业收入由今年 4%到明年 50%的可能性

今年公司各产品产能基本满负荷生产，全年总产量在 20 多万吨，其中改性沥青产能 12 万吨，实际产量 16 万吨，乳化沥青 5-6 万吨，高速公路用沥青 4 万多吨，高铁沥青包括京沪段 4500 吨、哈大高铁替中石化代工 4 万吨。与国内同类公司的产能对比来看，公司与国创高新，产能差距的原因在于对产能的计算方式不同，公司产能是按每年 8 个月、每天 8 小时计算，实际沥青产能在国内最高。公司去年生产 13 万吨沥青，远高于其它沥青生产企业。

新产品营业收入能否在明年占到 50%取决于废橡塑改性沥青的订单情况。

问题 2：公司募投项目的建设情况，何时开工，以及各新产品用途、价格、毛利等

废橡塑改性沥青的小装置已经在做，扩大装置也已开始；高强度结构沥青料装置 10 月份已经开工，预计明年实现一半产能，约 1 万吨；5 万立方米储库在江边建设；陕西十万吨项目已开始做，明年 6 月份之前产出。

高强度结构沥青的本质是增强剂，用于增加路面强度，由 90%的回收废塑料与 10%沥青与炭黑制取。以 10%的比例添加到沥青里面，只用于高速公路。公司用于北非项目与国内的西宝高速，后者今年签了 5200 吨，价格为国外含税价 11000 元/吨，国内每吨 9000 元左右，毛利 30%，与国际接轨。

废橡塑改性沥青目前只有公司可以工厂化生产，主要用于高速与市政公路，尚没有国家标准。公司在技术方面建立壁垒，产品销路已经打开。价格 4800-4900 元/吨，毛利 25%以上。普通改性沥青 5100 元/吨，需加 4%的 SBS 改性剂，目前岳阳石化、燕山石化、茂名石化 SBS 价格现在 20000 元/吨，最高时 30000 元/吨。废橡塑成本优势明显，由含天然胶的废旧轮胎磨成胶粉，添加比例 20%，外加 PE 塑料粒子、10%沥青和炭黑制得，胶粉 2500 元/吨，在美国免费加补贴，所以产品环保优势很强。

高铁乳化沥青的原料包括沥青、改性剂与水，与石英砂混合，起到减震作用。中石化主要依托齐鲁石化与金陵石化生产，采用日本与德国技术，占高铁沥青的一半以上，其它主要是壳牌与 SK。公司优势在于自己研发的技术，工艺配方调节能力强。明年一季度可能拿到订单。由于国内大多标段如沪宁与宁杭不采用招标方式，公司明年拿到高铁沥青订单的前景不明朗，未来业绩增长主要依赖高强度沥青与废橡塑沥青。

问题 3: 新项目中 5 万立方米储罐贡献利润的途径; 国际投行预测明年一季度原油价格突破 100 美元, 年底 120 美元, 油价上涨时公司的应对措施。公司原料渠道与风险性。

储罐主要是为原料冬储做准备, 来防止原料价格波动。原料储存量也是沥青企业市场竞争力的标志之一。

公司不担心油价上涨, 价格差可转移到产品。由于工程项目最低价中标, 中标的订单存在风险, 公司的对策是锁定原料价格, 储存 30% 的全年产品用量。

公司原料进口量占 60% 以上, 出口 4%。原因是: 国外沥青质量高, 国内高速公路一直用外国品牌, 中石油由于体制问题, 需用现金结算, 二者价格相差无几。主要来自韩国、台湾、新加坡, 沥青来源有保证。

问题 4: 公司改性沥青销售单价低于同类公司, 08 与 09 年利润同比增长率高达 96.4%、48%; 现金流由 09 年的 2595 万下降到目前的-9836 万, 原因?

定价方式不同, 公司采用出厂价, 别的公司价格中含运费。以出厂价来定价, 今年少缴税 200 万。现金流下降属于正常, 今年旺季早, 工程下半年结算, 年底前能收回。

问题 5: 据传公司的沥青改性技术是由上海交大购买, 技术上不占优势, 是否属实。公司与其它沥青企业异同点。

目前公司所有沥青生产技术均为自主研发, 研发投入占每年销售收入 3% 以上, 会不断推出新产品, 来保持竞争优势。公司与交大同济都有长期合作。

公司与其它同类企业经营方式不同, 区域不同, 存在充分竞争的关系。

问题 6: 公司的发展规划, 如何发展陕西、湖南、吉林以及北非的业务, 下一步的发展目标。

江苏目前有改性沥青生产企业 20 家左右, 江阴 4 家, 公司占省内 25% 的份额, 占全国 5%, 预计 12 年上升至 7%-8%。

公司凭借资金技术实力, 在陕西、湖南、吉林设子公司, 来应对地方保护政策, 打破进入壁垒。与路翔股份采用移动式装置适合于两广和偏远地区相比, 公司产品用汽车运输, 50 吨/车, 费用 0.6-0.7 元/吨/公里。由于卸货时保持 130 度左右, 沥青运输半径 800 公里。设立子公司可以降低成本, 进入外省市场的竞争力更强。一般先做小合同, 再营销公司的新产品。陕西子公司今年已拿到 3000 万合同。国外项目方面: 以出人与技术的方式在北非参与中信和中铁建的高速项目, 出口高强度沥青, 公司改性剂价格 12000 元/吨, 相比较北非广泛采用的法国同类产品价格 16000 元/吨更有竞争力。未来计划: 中国高铁走出去的呼声很高, 公司与铁科院合作制定标准, 给东南亚西亚中亚的高铁项目提供高铁沥青。

公司目前优势明显, 技术领先, 除少数核心设备需进口外均为自己加工。明年实行**规模化扩张、产品结构调整**的战略, 以普通改性沥青打开市场, 逐步拓展高强度、废橡塑与专业改性沥青。计划明年投资 2.7 亿元在新疆设立两个子公司, 生产通用改性沥青与废橡塑改性沥青。

结论:

1, 公司已经成长为国家民营沥青生产的领先企业、华东地区龙头企业, 将受益于国家道路建设的快速发展。07-09 年全国改性沥青需求量分别为 194 万吨、247 万吨和 275 万吨, 国内产需缺口在 50%左右。公司的 10 万吨废橡塑改性沥青与 9 万吨聚合物改性沥青将不愁销路。高铁沥青与高强度沥青料需求量预计在 15 万吨、110 万吨左右, 公司的新产品市场前景广阔。

2, 公司在原料、储存、生产工艺、运输、产品等每个产业链中都占有优势, 确保业绩增长。尤其是领先的生产技术与不断开发的新产品使公司的竞争力越来越强, 综合毛利率也稳步上升。新产品毛利率均在 20%以上, 高铁沥青高达 49.4%, 如果明年新产品收入占比达到预期的 50%, 公司业绩将大幅领先国内其它沥青企业。我国公路运输量不断增大, 重载车辆容易对路面造成损坏, 高温天气增多影响沥青路面的形变性能, 沥青中掺入高强度沥青料可显著提高高温、抗变形、抗车辙能力, 解决路面损坏问题; 而且高强度沥青料原料中绝大部分是回收废塑料, 环保概念强。废橡塑沥青每吨成本低 300 元左右, 耐低温性能优于普通改性沥青; 由回收的废轮胎加入基质沥青制得, 具有重要的环保意义, 符合十二五发展循环经济、建立节约型社会的观念。未来这两种产品的推广将助力公司产品快速调整。

3, 公司开拓新市场将驱动公司快速发展。公司已顺利进入陕西、湖南、吉林市场, 未来生产规模达到 10 万吨通用型改性沥青、9 万吨聚合物改性沥青、6 万吨乳化沥青, 可明显提高公司的市场占有率。在新疆设立子公司将成为公司重要的增长点, 十二五期间新疆将在交通基础设施建设上投资 1200 亿元以上, 新建改建公路总里程 7.5-8 万公里, 沥青需求量约为 400 万吨, 平均每年需求 80 万吨。

4, 明年公司业绩增速取决于募投项目与新市场。高铁沥青的不确定性很大, 高强度沥青明年预计产量 1 万吨, 毛利 30%; 10 万吨废橡塑沥青明年 6 月前产出, 毛利 25%, 决定明年公司新产品能否贡献 50%的业绩。我们假设废橡塑沥青与高强度沥青料明年产量分别为 3.5 万吨、1 万吨来预测明年业绩, 两种产品的销量每提高 1 万吨, 分别对 EPS 贡献 0.1、0.23 元。预计公司 10 年利润 8000 万, 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 1.10、1.98、2.89 元, 对应 PE46、25、17 倍。公司的废橡塑沥青属于国家支持的节能环保产品, 以后获得国家政策支持或补贴的可能性很大, 参考创业板环保企业 40-60 倍估值, 未来公司估值将有所提升, 首次给予强烈推荐评级。

风险提示:

- (1) 公司募投项目实施与子公司改性沥青乳化沥青达产后, 若新产品向市场的大幅推广出现困难或销售渠道无法打开, 同时所在省公路建设规模发生变化, 新增产能无法短期得到消化的风险。
- (2) 原油价格大幅波动影响公司主要原料基质沥青价格, 导致公司成本控制与经营上的风险。
- (3) 公司 08 年被认定为高新技术企业, 享受 15%税率的优惠, 今年已到期。如果公司未能通过重新认定, 将面临收益下降的风险。

表 1: 公司各产品产能 (产量), 万吨

产品	公司	10 年	11 年	12 年
通用型改性沥青	江阴总部	12	12	12
	陕西	6	10	10
	湖南		6(3)	6(6)
	吉林			3(1.5)
乳化沥青	江阴总部	3	3	3
	陕西		3	3
	湖南			2(1)

道路石油沥青	江阴总部	6.49	6.49	6.49
高强度结构沥青料	江阴总部	2(0.5)	2 (1)	2 (1.2)
废橡塑改性沥青	江阴总部	2(0.65)	10 (5)	10 (8)
高铁乳化沥青	江阴总部	3	3	3
	吉林	3	3	3

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司财务报表及预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	534.05	703.30	1199.66	1482.50	2195.80
营业成本	462.22	599.06	1028.65	1246.82	1851.50
营业费用	2.42	5.40	8.40	10.38	15.37
管理费用	10.93	16.30	28.79	29.65	43.92
财务费用	8.83	6.69	10.03	(5.86)	(5.76)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.29	71.38	108.20	194.07	282.19
利润总额	46.67	70.57	107.46	193.33	281.45
所得税	7.26	12.25	19.22	34.59	50.35
净利润	39.41	58.33	88.23	158.74	231.10
归属母公司所有者的净利润	39.41	58.33	88.23	158.74	231.10
NOPLAT	45.70	64.53	97.07	154.54	226.98
每股收益	0.66	0.97	1.10	1.98	2.89

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	52.14	58.32	475.30	396.40	355.08
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	137.19	69.84	98.60	121.85	180.48
预付款项	17.18	17.97	28.26	40.72	59.24
存货	15.26	124.17	211.37	256.19	380.44
流动资产合计	226.93	280.70	829.27	834.63	1004.07
非流动资产	105.82	114.10	269.73	427.76	525.30
资产总计	332.75	394.80	1099.00	1262.40	1529.37
短期借款	85.00	106.51	0.00	0.00	0.00
应付帐款	45.31	61.63	104.27	126.39	187.69
预收款项	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
流动负债合计	167.82	171.39	121.80	143.92	205.21

非流动负债	0.00	0.15	0.25	0.25	0.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	164.93	223.26	976.95	1118.23	1323.90
净营运资本	59.12	109.31	707.47	690.71	798.86
投入资本 IC	197.80	271.45	501.65	721.83	968.82

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	39.41	58.33	88.23	158.74	231.10
折旧摊销	7.98	9.52	0.00	66.97	77.47
净营运资金增加	19.62	50.19	598.16	(16.75)	108.14
经营活动产生现金流	(38.11)	25.95	75.19	160.71	155.35
投资活动产生现金流	(19.70)	(18.97)	(207.00)	(228.00)	(177.00)
融资活动产生现金流	39.20	1.53	548.79	(11.60)	(19.66)
现金净增（减）	(18.61)	8.51	416.97	(78.90)	(41.32)

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。