



向好拐点出现

买入首次评级

目标价格：20.00 元

投资要点：

- 北非局势趋稳，高强结构沥青业务有望重启
- 废橡塑沥青有望成为另一支重要的增长极
- “小公司，大市场”，公司高速成长有保障

报告摘要：

- 前期业绩低于预期，存在客观因素。上市之初，市场对公司的高铁乳化沥青和高强度结构沥青料寄予厚望，但是公司的高强度结构沥青因北非动乱陷入困顿，高铁乳化沥青也受到中石化高铁乳化沥青扩产以及高铁建设降速的冲击。
- 北非局势趋稳，高强结构沥青业务有望重启。虽然伊朗、叙利亚等地区的局势仍不安定，但是整体看，北非地区的政治局势基本明朗，随着北非局势趋稳，公司的高强结构沥青业务有望重启。
- 废橡塑沥青有望成为另一支重要增长极。中国步入汽车报废高峰期，从资源的有效利用，循环利用方面，橡塑沥青会受到国家的重视、扶植；同时，橡塑沥青自身的成本优势、技术优势非常明显，我们认为一旦行业标准获准，废橡塑沥青有望快速发展。
- “小公司，大市场”，公司高速成长有保障。公司目前的改性沥青市场份额不足 5%，目前，外资企业正在从改性沥青市场逐步退却，不具备实力的小型改性沥青企业受到中石化等企业的挤压，公司的业务发展迎来较好的产业大环境。同时，公司前期在江苏、湖南、四川、吉林、新疆、陕西等地区的布点即将步入业绩收获期。
- 给予“买入”评级，目标价位 20 元。公司 11~13 年的每股收益分别为 0.66、0.98 和 1.53 元，当前股价 14.68 元，给予“买入”评级，目标价位 20.00 元。

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

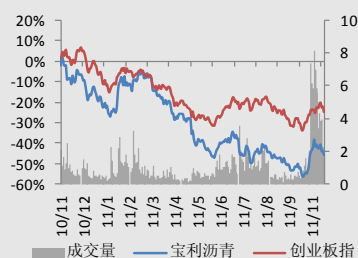
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



机构持股汇总

报告日期 20100331 20091231

基金持股

占流通 A 股比

持股家数及进

出情况

数据来源：港澳资讯

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	703.30	1045.02	1072.02	1592.76	2609.86
增长率	31.69%	48.59%	2.58%	48.58%	63.86%
净利润(百万元)	58.33	76.79	106.34	156.82	246.32
增长率	48.02%	31.66%	38.48%	47.46%	57.07%
每股收益(EPS)	0.36	0.48	0.66	0.98	1.54

目录

一、公司概况	4
二、公司业绩有望大幅度改善	4
（一）前期公司业绩低于市场预期存在客观因素	4
（二）北非局势趋稳，高强结构沥青业务有望重启	5
（三）废橡塑沥青有望成为另一支重要增长极	5
（四）“小公司，大市场”，公司的高速成长有保障	7
1、行业面临洗牌，公司技术优势有助独善其身	7
2、“十二五”期间，改性沥青产业仍会维持高增长	7
3、布局底定，迎来业绩收获期	8
三、盈利预测与财务分析	8

插图

图 1: 公司股权结构以及主要生产基地示意图	4
图 2: 北非动乱基本告一段落, 公司的高强结构沥青存在新订单的可能	5
图 3: 废旧轮胎的下游消费构成	6
图 4: 中国的汽车产业迎来报废高峰期	6

表格

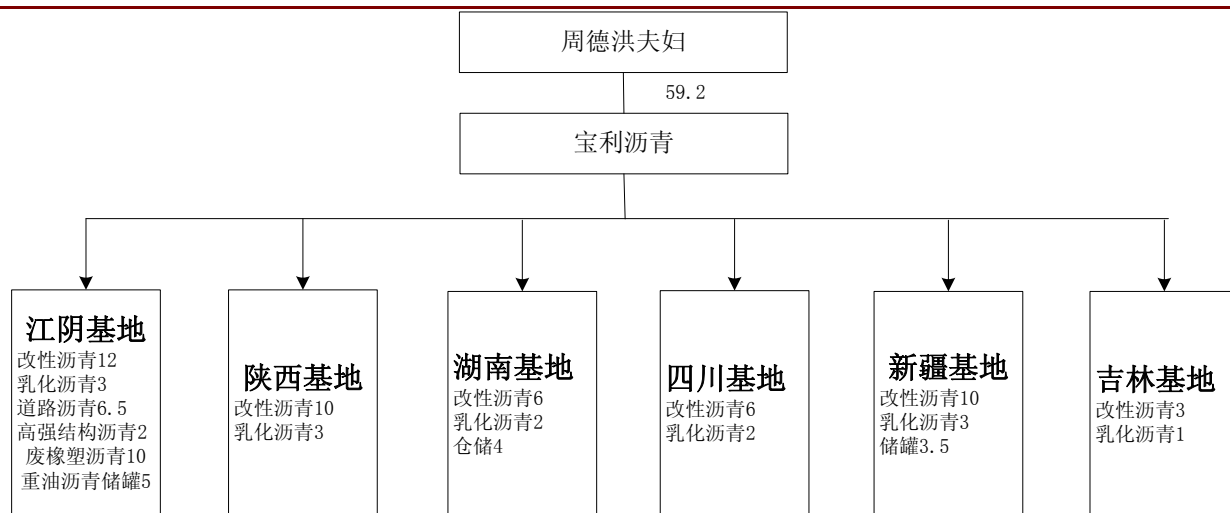
表 1: 国内改性沥青市场一览	7
表 2: 收入预测明细 (万元)	9
表 3: 利润表 (百万元)	10

一、公司概况

宝利沥青（300135），是一家从事专业沥青的研发、生产与销售的公司。公司 2010 年在深圳创业板上市发行，总部位于江苏江阴云亭，目前已经形成了江苏、湖南、四川、吉林、新疆、陕西等六大生产基地。

公司的产品涵括通用型改性沥青、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。在致力于提供质优价廉的专业沥青产品的同时，公司近年来致力于成为沥青解决方案商。通过结合不同的公路路面摊铺材料技术和施工工艺，为客户提供有针对性的，完整的解决方案，以满足桥梁、新建道路，道路养护等各种不同应用领域

图 1：公司股权结构以及主要生产基地示意图



资料来源：宏源证券，公司公告

二、公司业绩有望大幅度改善

（一）前期公司业绩低于市场预期存在客观因素

在三家沥青上市公司中，公司的技术优势最为明显。公司开发的高铁专用乳化沥青部分取代进口，曾成功打入“哈大高铁”和“京沪高铁”项目；开发的高强度结构沥青料也有效打破法国同类产品在欧洲的垄断，并成功应用于北非阿尔及利亚东西高速公路项目。正因为此，上市之初，市场普遍对公司的高铁乳化沥青和高强度结构沥青料寄予厚望，但是公司的高强度结构沥青因北非动乱陷入困顿，高铁乳化沥青也受到中石化高铁乳化沥青扩产以及高铁建设降速的冲击。

（二）北非局势趋稳，高强结构沥青业务有望重启

虽然中东地区的伊朗、叙利亚等地区的局势仍不安定，并且有向糟的可能。但是整体看，随着卡扎菲下台，北非地区的政治局势基本明朗，短期内不会再有周折。

随着北非局势趋稳，中国的援外项目也会重新启动。公司是全球为数不多的成功向北非市场提供高强度结构沥青专用料的沥青企业，沥青的品质和法国等企业相当，但是报价要明显偏低。我们认为，公司的高强度结构沥青有再度取得突破的可能。按照公司招股说明书的相关资料，高强结构沥青的盈利水平能够达到改性沥青的 3~4 倍。

图 2：北非动乱基本告一段落，公司的高强结构沥青存在新订单的可能



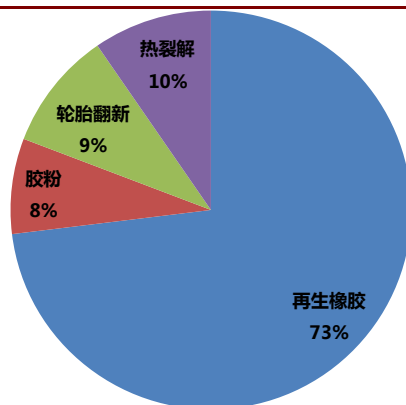
资料来源：宏源证券

（三）废橡塑沥青有望成为另一支重要增长极

橡胶沥青是指利用胶粉与沥青按一定比例拌和而得到的满足相关技术指标要求的专业沥青。胶粉主要的化学成分是天然橡胶和合成橡胶，还有硫、碳黑、氧化硅、氧化铁、氧化钙等添加剂成分，胶粉和沥青在高温下共混成为橡胶沥青，胶粉和沥青会发生化学反应，同时胶粉又在沥青中稳定存在，使得橡胶沥青既具有了沥青介质的部分性能也具有了废胎胶粉的一些性能。

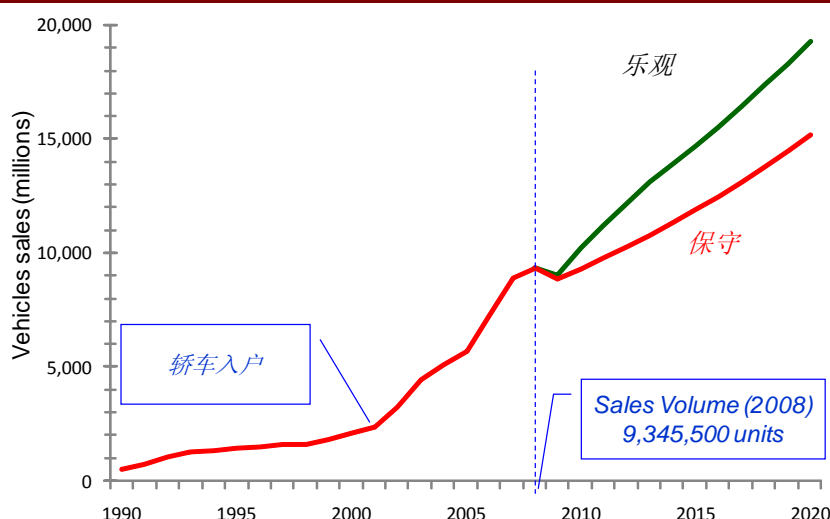
21 世纪是中国的汽车产业快速崛起的阶段，经过十余年的发展，现今已经步入汽车报废高峰期，据不完全统计，目前每年报废的轮胎数量大约在 2.5 亿条，年产能胶粉量接近 30 万吨，预计“十二五”期间，国内报废轮胎的增长速度达到 15%以上。

图 3：废旧轮胎的下游消费构成



资料来源：宏源证券

图 4：中国的汽车产业迎来报废高峰期



资料来源：宏源证券

和传统的改性沥青相比较，废橡胶沥青至少具有三大特点。首先，废橡胶沥青可以替代价格昂贵的 SBS、SIS，目前 SBS 热塑性弹性体大价格接近 2-3 万/t，并且因为国际上的乙烯裂解原料有轻质化的趋势，成本走强是一个大概率事件，对照之下，胶粉的价格也就是 2800 元左右，整体上价格不具备走强的可能。按照工程经验，改性沥青中的 SBS 的添加量大约在 4%，如果使用胶粉，沥青中的废胎胶粉的掺量不小于 15%（内掺）或 17.6%（外掺），经济优势明显；其次，废橡胶沥青可以充分利用废胶粉，减少废轮胎对环境的污染。按照目前的工程经验，一吨橡胶沥青所用的废旧胶粉平均消耗 30 条废旧轮胎，每生产 10 吨改性沥青可利用 5 吨废轮胎胶粉，每公里橡胶沥青路面可消耗 4,000 条旧废轮胎，对消灭废轮胎黑色污染具有重要的环保意义，并且废橡胶沥青路面材料亦可循环再用，不会造成第二次污染。最后，从实践使用效果看，废橡胶沥青的高温抗车辙能力、水稳性能以及降噪性能都明显优于传统改性沥青。

实际上，废橡塑沥青并不是国内首创的技术，上世纪中期开始，美国、瑞典、英国、法国、比利时、澳大利亚、日本、南非、印度等国家先后开展了胶粉沥青混凝土的应用研究，并通过立法和技术推广，极大地促进了废旧轮胎在道路工程中的利用。中国的胶粉沥

青产业起步于上世纪 80 年代，但是由于胶粉的粒度有一些问题，胶粉沥青压不密实，容易回弹，因此，实际应用效果不很理想。

进入 21 世纪，随着胶粉的粒度问题得到解决，制约胶粉沥青的一些技术障碍得到缓解。产业化方面，目前胶粉沥青已经在首都机场南线高速公路工程、奥运水上公园周边道路等奥运工程中得到全面使用，并且取得了较好的使用效果。产业政策方面，由于胶粉沥青能够有效实现资源的有效利用，循环利用，胶粉沥青产业已经被列入交通运输部材料节约与循环利用专项行动计划。行业标准方面，目前，交通部也出台了胶粉沥青工程工法，相关的行业标准也基本完稿，处于征求意见阶段。

（四）“小公司，大市场”，公司的高速成长有保障

我国道路沥青的年消费量大体在 2000 万吨左右，其中改性沥青的消费量大体在 500 万吨左右。公司目前的市场份额不足国内专业沥青市场消费量的 5%，“小公司、大行业”是专业道路沥青这个市场的一个典型特点。

1、行业面临洗牌，公司技术优势有助独善其身

改性沥青的市场格局目前仍未定型。一方面，随着国内炼油技术的进步，沥青的品质有了长足的长进，基质沥青和国际知名企业的差距越来越小，国际改性沥青企业的市场份额有不断被国内企业蚕食的态势。另一方面，中石油、中石化等企业也开始涉足改性沥青业务，中国石化利用自身的优势，已经成功占据高铁乳化沥青的绝大部分市场份额，中国石油、中海油等企业也制定了雄心勃勃的改性沥青推进计划，这也从另一个层次对改性沥青企业产业构成挑战，一些没有技术优势、资金优势的企业会逐步被洗牌。公司不仅在高强结构沥青、高铁乳化沥青、桥装沥青这些创新产品方面有订单，有亮点，而且在传统改性沥青领域技术优势也非常明显，吨产品的毛利远高于同类企业，行业洗牌对公司正好是一个难得的机遇，可以乘势而上。

表 1：国内改性沥青市场一览

类型	相关企业	份额	特点
跨国企业阵营	Shell、KIOCH、ESSO、SK 以及 TPCO 等等	50%	基质沥青以及改性沥青关键设备均进口，市场不断被民营企业蚕食
国内改性沥青企业	路安特、路翔股份、国创高新、宝利沥青、兰亭高科、沈阳三鑫、新疆金石等	35%	沥青改性的关键设备进口，原料来源多样，市场受到中石化等企业的冲击
道路养护企业	N/A	10%	依托公路物资、市政材料、施工拌和楼为主的改性沥青加工点，在不需要品牌的公路工程 and 市政养护、维修工程上应用
三大油	中国石油、中国石化、中国海油	5%	基质沥青供应商，最近有拓展改性沥青业务

资料来源：Wind、宏源证券

2、“十二五”期间，改性沥青产业仍会维持高增长

新建公路和道路维护是专业沥青的两大重要市场，新建公路又可以分为高速公路、二

级以上公路以及农村公路。一般而言，高速公路因为回款快，市场切入难度稍小，是各大专业沥青公司的重点关注领域。目前我国的高速公路总里程大约是 7.4 万吨，按照国家“十二五”交通规划的安排，到“十二五”末，高速公路总里程要达到 10.8 万公里，需要新建高速公路总里程 3.4 万公里，新建高速公路对应的专业沥青年需求量大约是 600 万吨左右，同时，由于我国的公路超载现象比较严重，道路养护对应的沥青需求量也比较大，对于高速公路这一块的道路养护沥青的年需求量大约在 200~250 万吨左右。

另一块更加值得关注的领域是城市道路“白改黑”市场。由于基质沥青水平不过关以及经济水平跟不上，国内的城市道路一直以水泥路面为主，对这些路面进行钢性路基+柔性路面改造，在水泥路面上摊铺一层沥青混合料，可以极大改善道路的性能，是一种符合国情和产业升级的技术路线。但是由于“白改黑”的路基是钢性路基，对改性沥青的质量要求很高，不然很容易产生夏天拥包、冬天变脆，寿命极短的现象。预计白改黑这一块对于改性沥青的需求量也有 150~200 万吨。

3、布局底定，迎来业绩收获期

公司把握住上市的有利时机，在全国的重点区域进行快速业务扩张，目前已经形成了江苏、湖南、四川、陕西、新疆、吉林等 6 大生产基地，这些生产基地基本涵盖中国道路沥青市场成长速度最快的区域。对于公司而言，市场应该不是主要的问题，主要的问题应该是气候方面是否存在制约因素。

三、盈利预测与财务分析

关键假设：

公司乳化沥青的产能配置大约是改性沥青的 1/3，但实际上乳化沥青的销售量大约只是改性沥青的 5~10%；

随着公司业务的快速扩张，改性沥青的装置开工率略有下降，保守估计，大约是实际投放产能的 85%；

预计橡塑沥青的行业标准 2012 年能够出台，届时橡塑沥青产业的推进速度将会大大加快；

我们认为，公司的高强结构沥青和高铁乳化沥青仍有取得订单的可能，项目规模大体维持在每年一个项目的级别；

表 2: 收入预测明细 (万元)

年份		2010E	2011E	2012E	2013
通用改性沥青	销售数量 (万吨)	17.11	17.87	24.80	37.60
	营业收入 (万元)	82169	85760	119040	180480
	毛利率	12%	12%	12%	12%
通用乳化沥青	销售数量 (万吨)	0.59	0.89	1.24	1.88
	营业收入 (万元)	1783	2680	3720	5640
	毛利率	22%	20%	20%	20%
道路石油沥青	销售数量 (万吨)	3.10	3.00	3.00	3.00
	营业收入 (万元)	14080	0.0	13500	13500
	毛利率	11%	18%	18%	18%
高强结构沥青	销售数量 (万吨)	0.10	0.00	1.00	1.50
	营业收入 (万元)	1226	0	10000	15000
	毛利率	19%	25%	25%	25%
橡塑沥青	销售数量 (万吨)	0.30	0.60	2.50	10.00
	营业收入 (万元)	1457	2700	11250	45000
	毛利率	5%	15%	15%	15%
高铁乳化沥青	销售数量 (万吨)	0.40	0.50	0.40	0.30
	营业收入 (万元)	1970	2000	1600	1200
	毛利率	50%	50%	50%	50%
营业收入 (万元)		106243	107202	159276	260986
同比增长率			0.9%	48.6%	63.9%
毛利		14540	14867	22443	36312
合计	毛利率	13.69%	13.87%	14.09%	13.91%

资料来源: Wind、宏源证券

公司 11-13 年的每股收益分别为 0.66、0.98 和 1.53 元, 当前股价 14.68 元, 给予“买入”评级, 目标价位 20.00 元。

表 3: 盈利预测 (百万元)

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1045.02	1072.02	1592.76	2609.86	货币资金	685.04	794.50	666.96	838.28
增长率)	48.59%	2.58%	48.58%	63.86%	应收和预付款项	229.10	161.28	418.51	531.81
归属母公司股东净利润	76.79	106.34	156.82	246.32	存货	106.78	12.99	164.51	126.94
增长率	31.66%	38.48%	47.46%	57.07%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (EPS)	0.48	0.66	0.98	1.54	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	0.49	1.36	-0.40	1.46	固定资产和在建工程	132.11	183.66	227.22	262.78
销售净利率	13.39%	13.87%	14.09%	13.91%	无形资产和开发支出	18.82	16.75	14.68	12.61
净资产收益率 (ROE)	7.35%	9.92%	9.85%	9.44%	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	7.76%	9.70%	12.52%	16.43%	资产总计	1171.85	1169.19	1491.88	1772.41
市盈率 (P/E)	30.64%	25.93%	45.78%	38.55%	短期借款	44.50	0.00	0.00	0.00
市净率 (P/B)	30.59	22.09	14.98	9.54	应付和预收款项	137.87	73.38	239.25	273.46
					长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	负债合计	182.38	73.38	239.25	273.46
营业收入	1045.02	1072.02	1592.76	2609.86	股本	80.00	80.00	80.00	80.00
减: 营业成本	905.11	923.35	1368.34	2246.74	资本公积	723.26	723.26	723.26	723.26
营业税金及附加	3.01	3.09	4.59	7.51	留存收益	186.22	292.56	449.38	695.69
营业费用	10.86	11.14	16.55	27.11	归属母公司股东权益	989.47	1095.82	1252.63	1498.95
管理费用	20.96	21.50	31.94	52.34	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	8.63	-15.46	-16.44	-16.93	股东权益合计	989.47	1095.82	1252.63	1498.95
资产减值损失	5.42	3.31	3.31	3.31	负债和股东权益合计	1171.85	1169.19	1491.88	1772.41
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	91.04	125.11	184.49	289.78					
加: 其他非经营损益	0.46	0.00	0.00	0.00					
利润总额	91.50	125.11	184.49	289.78	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
减: 所得税	14.71	18.77	27.67	43.47	经营性现金净流量	78.81	218.51	-63.98	234.38
净利润	76.79	106.34	156.82	246.32	投资性现金净流量	-55.36	-80.00	-80.00	-80.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	618.64	-29.04	16.44	16.93
归属母公司股东净利润	76.79	106.34	156.82	246.32	现金流量净额	641.87	109.47	-127.54	171.32

资料来源：宏源证券研究所

潜在风险:

中石油、中石化的改性沥青市场的推进速度过快,造成改性沥青产品的毛利大幅下降。

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 4年证券行业从业经验。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。