

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.00元

当前股价: 14.87元

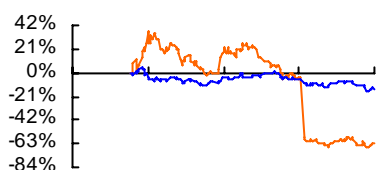
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2608.17
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	6.18
资产负债率	16.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝利沥青	-14.49	-20.44	-39.11
上证综合指数	-7.52	-8.46	-10.80



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

— 宝利沥青 — 上证综合指数

相关报告

《宝利沥青-11年潜心布局新增产能, 12年迎来行业高速增长》2011-4-28

宝利沥青

300135

推荐

布局之年增速放缓, 维持12年迎来行业高速增长的判断

- 公司实现营业总收入 4.16 亿元, 同比增长 19.54%, 营业利润 0.34 亿元, 比上年同期增长 16.98%, 实现归属于上市公司股东的净利润 0.29 亿元, 同比增长 12.53%, 每股 EPS 0.18 元。
- 公司业绩增长速度放缓原因: 公司专业沥青产品销售持续增长, 但是高强度结构沥青料收入同比大幅下降, 主要原因是出口停滞, 而国内市场尚未大规模应用; 高铁专用乳化沥青未获得新订单导致乳化沥青收入同比大幅下降。
- 11 年是企业战略布局之年, 但市场竞争激烈。1 是生产销售网络布局, 沥青销售有 300-800 公里的辐射半径限制, 因此扩展市场需要布局全国, 目前公司已经陕西、湖南、吉林、新疆设立子公司, 即将增设四川分公司; 2 是专业沥青新增产能将在 11 年下半年起逐步建成投产。公司的主要竞争对手分为三类: 一是国际大型石油化工公司, 包括壳牌、韩国 SK 集团、泰国泰普克等; 二是国内改性沥青生产厂家, 包括深圳路安特、国创高新、路翔股份等; 三是国内大型石油化工公司, 包括中石油、中石化、中海油。
- 目前募投项目和超募项目进展基本顺利: (1) 2 万吨高强度结构沥青料项目延迟到 11 年 12 月投产; (2) 10 万吨废橡塑改性沥青项目将在 12 年 6 月投产; (3) 湖南子公司 6 万吨聚合物改性沥青、2 万吨乳化沥青、4 万吨重交沥青仓储项目将在 11 年 7 月投产; (4) 吉林子公司 3 万吨聚合物改性沥青、1 万吨乳化沥青项目将在 11 年 7 月投产; (5) 陕西子公司扩产至 10 万吨改性沥青生产及仓储项目将在 11 年 5 月投产。
- 12 年将迎来行业高速增长。未来 5 年内改性沥青的市场需求将出现两个高峰, 一是 2010 年至 2012 年, 由于 4 万亿投资拉动内需, 大量新建道路项目将在 12 年进入沥青摊铺期, 改性沥青需求将大幅增加; 二是 2013 年国内公路建设将进入集中养护期, 养护沥青用量是新建用量的 1/4。
- 扩张之路面临的管理瓶颈和营销瓶颈值得关注。随着公司经营规模的不断扩大, 公司上市后大量募集资金项目的建设运营, 在建工程净额同比增长 933%, 管理和营销均需要大量专业人才。另一方面, 专业沥青里的高端产品, 如废橡塑改性沥青、高强度结构沥青料、环氧改性沥青等产品虽然性能优越, 但由于尚未确立国家标准, 造成推广难、应用少的局面, 这给今后新增产能的营销必然带来挑战。
- 投资建议: 由于减少了高铁用沥青项目, 由此下调盈利预测, 我们认为公司 11 年、12 年、13 年对应 EPS 分别为 0.56、0.76、1.12 元, 同时由于公司扩展过程面临的管理和营销瓶颈, 虽然我们认为 12 年行业增速会超过 11 年, 但公司新增产能的利用率需要进一步观察, 因此暂时按照 11 年给予 30 倍 PE, 目标价 17.00 元, 维持推荐评级。

风险提示: 原料价格上涨导致的中标合同毛利率降低

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	1045	1148	1577	1955
同 (%)	49%	10%	37%	24%
归属母公司净利润(百万元)	77	89	122	179
同比 (%)	32%	16%	37%	46%
毛利率 (%)	13.4%	13.0%	13.0%	14.5%
ROE (%)	7.8%	8.7%	10.6%	13.4%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.76	1.12
P/E	30.98	26.63	19.49	13.31
P/B	2.40	2.31	2.06	1.79
EV/ BITDA	16	15	10	7

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1037	748	940	1160	营业收入	1045	1148	1577	1955
现金	701	379	433	536	营业成本	905	998	1372	1672
应收账款	169	162	233	284	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	3	3	4	5	营业费用	11	10	14	18
预付账款	36	36	51	62	管理费用	21	24	33	41
存货	107	148	189	236	财务费用	9	3	5	4
其他	22	21	30	36	资产减值损失	5	4	4	4
非流动资产	153	526	508	487	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	83	291	380	412	营业利润	91	105	144	210
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	2	2	2	2
其他	51	216	109	55	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	1190	1274	1448	1646	利润总额	92	105	144	210
流动负债	200	243	295	315	所得税	15	16	22	32
短期借款	45	92	85	66	净利润	77	89	122	179
应付账款	137	135	193	232	少数股东损益	0	0	0	0
其他	19	16	17	17	归属母公司净利润	77	89	122	179
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	110	118	166	236
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.96	0.56	0.76	1.12
其他	0	0	0	0					
负债合计	200	243	295	315	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	80	160	160	160	成长能力				
资本公积	723	643	643	643	营业收入	48.6%	9.8%	37.4%	23.9%
留存收益	186	228	350	528	营业利润	27.5%	15.2%	36.8%	46.4%
归属母公司股东权益	989	1031	1153	1332	归属于母公司净利润	31.7%	16.3%	36.6%	46.4%
负债和股东权益	1190	1274	1448	1646	获利能力				
					毛利率	13.4%	13.0%	13.0%	14.5%
					净利率	7.3%	7.8%	7.7%	9.1%
					ROE	7.8%	8.7%	10.6%	13.4%
					ROIC	25.5%	12.3%	15.7%	21.1%
					偿债能力				
					资产负债率	16.8%	19.1%	20.4%	19.1%
					净负债比率	22.22	37.89%	28.90	20.87%
					流动比率	5.18	3.08	3.18	3.69
					速动比率	4.64	2.47	2.54	2.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.32	0.93	1.16	1.26
					应收账款周转率	9	7	8	8
					应付账款周转率	9.12	7.35	8.38	7.88
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.56	0.76	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.38	0.41	0.79
					每股净资产(最新摊薄)	6.18	6.44	7.21	8.32
					估值比率				
					P/E	30.98	26.63	19.49	13.31
					P/B	2.40	2.31	2.06	1.79
					EV/EBITDA	16	15	10	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434