



净利润增51%，下半年继续环比大涨

——宝利沥青（300135）中报点评

2012年8月20日

强烈推荐/维持

宝利沥青

财报点评

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人: 杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	MSN:yw831010@hotmail.com

事件:

公司发布2012年半年报，营业收入5.53亿元，同比增长32.91%，营业利润0.49亿元，归属于上市公司股东的净利润0.44亿元，分别同比增长42.97%、51.05%，扣非后净利润为0.42亿元，同比增长41.81%，基本每股收益0.14元。二季度营收与净利润分别同比增长62.76%、54.55%，环比增长461%、549%，每股收益0.12元，高于市场一致预期。业绩大涨的主要原因为新签订单大幅增长、产品毛利率提升。

公司预计2012年1-9月营业收入15亿元以上，同比增长85%，净利润归属于上市公司股东的净利润为0.96-1.07亿元，同比增长80%-100%。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	242.32	127.70	288.41	392.87	310.78	83.63	469.41
增长率(%)	53.95%	138.86%	-2.11%	-13.58%	28.25%	-34.51%	62.76%
毛利率(%)	8.54%	16.22%	15.98%	16.33%	10.88%	18.67%	18.92%
期间费用率(%)	3.62%	9.42%	4.34%	6.09%	12.19%	22.50%	7.60%
营业利润率(%)	5.90%	4.64%	9.82%	7.65%	-0.03%	6.87%	9.21%
净利润(百万元)	10.43	4.50	24.90	24.07	3.79	5.93	38.48
增长率(%)	-8.76%	-199.99%	-18.72%	-40.17%	-63.63%	31.67%	54.55%
每股盈利(季度, 元)	0.130	0.056	0.156	0.150	0.024	0.037	0.120
资产负债率(%)	16.83%	18.22%	22.92%	28.32%	29.11%	46.78%	46.28%
净资产收益率(%)	1.05%	0.45%	2.56%	2.42%	0.38%	0.59%	3.81%
总资产收益率(%)	0.88%	0.37%	1.98%	1.73%	0.27%	0.31%	2.04%

评论:

积极因素:

- 上半年新签沥青供货合同同比去年同期大幅增加，是业绩快速增长的主要原因。年初以来，公司一改11年经营颓势，一季度连续签订沥青供货合同，包括湖南子公司签约的6条高速公路供货合同19.7万吨，不完全统计签约供货量在40万吨以上，超出11年全年沥青销售量1倍左右。原油价格持续下降也是影响订单增量的因素之一。由于大多数项目结算周期为10天至半个月，收入确认进度快，导致业绩实现快速增长。

➤ **原料价格锁定与改进技术工艺提升产品毛利率。** 毛利率提升的主要原因：公司在沥青消费淡季储存了13-14万吨原料，受其价格波动的影响小；在新签订单中占比最大的湖南高速项目产品价格也已锁定；通过对产品技术工艺进行改进降低了生产成本；废橡塑改性沥青与高强度结构沥青料销量增长较快，单位生产成本降低。通用型改性沥青毛利率为23.08%，同比提高10.61个百分点，废橡塑改性沥青毛利率21.51%，同比提高7.75个百分点，高强度结构沥青料毛利率55.76%，同比提高25.02个百分点。公司二季度毛利率18.92%，明显高于去年同期的15.98%。

表 1：公司 12 年新签沥青供货合同一览表

序号	项目	合同内容	中标执行时间
1	江苏：苏虞张公快速通道工程道路施工用沥青材料采购	合同额 8745 万，改性沥青 15561 吨	2011/9/6
2	湖南：高速公路沥青供应框架协议	重交沥青 65977 吨、改性沥青 168524 吨，总计 234501 吨	2011/11/8
3	湖南：浏醴高速公路沥青产品购销合同	5130 元/吨 70 号重交沥青 1.27 万吨、6400 元/吨 SBS 改性沥青 2.64 万吨，共 2.34 亿	2012/1/8
4	湖南：彬宁高速公路沥青产品购销合同	50 号重交沥青 14893 吨、SBS 改性沥青（中面层 18685 吨、上面层 15260 吨）、高模量结构沥青料 342 吨，共 3.03 亿	2012/1/18
5	湖南：衡桂高速公路沥青产品购销合同	50 号重交沥青 8080 吨、SBS 改性沥青（中面层 16340 吨、上面层 17630 吨）、高模量结构沥青料 342 吨，共 2.63 亿	2012/2/16
6	湖南：通平高速公路沥青产品购销合同	50 号重交沥青 7750 吨、SBS 改性沥青（中面层 8720 吨、上面层 7750 吨）、高模量结构沥青料 342 吨，共 1.48 亿	2012/2/22
7	江苏：宿迁至新沂高速改性沥青、江都至六合高速沥青产品供应协议	共 1.49 亿	2012/2/22
8	湖南：大浏高速公路沥青产品购销合同	废橡塑改性沥青（中面层 3203 吨+上面层 3000 吨）吨、SBS 改性沥青（中面层 9449 吨、上面层 8850 吨）共 1.58 亿	2012/2/22
9	河南：与公路港务局签订沥青供应框架协议	基质沥青约 3 万吨、SBS 改性沥青约 3 万吨	2012-2-29 (13 年 3 月底前结清)
10	湖南：南岳高速公路沥青产品购销合同	70 号重交沥青 6100 吨、SBS 改性沥青 13000 吨、高模量结构沥青料 9 吨，共 1.15 亿	2012/4/11
11	深圳路安特：沥青供应合同	改性沥青 7000 吨、乳化沥青 600 吨	2012 年上半年
12	江苏：金湖至马坝高速公路沥青材料采购项目	改性沥青 7622 吨	2012 年上半年
13	江西：省道 S314 线新余至分宜段一级公路改建项目路面工程沥青采购	重交 5000 吨，改性沥青 2000 吨	2012 年上半年

资料来源：公司公告，公司网站，百川资讯，东兴证券整理

消极因素：

➤ 期间费用率有所提高。一、二季度期间费用率分别为 22.5%、7.6%，高于去年同期的 9.42%、4.34%，主要原因为：原料存货导致短期借款同比增加 72.4%，财务费用比去年同期增加 3475 万元；研发费用增加与固

定资产折旧上升导致管理费用同比增加41.81%。

业务展望：

- 下半年业绩继续环比大涨，其中三季度净利润增幅预计大于130%。公司沥青产品一般在6月-10月是黄金供货期，业绩将集中释放，因此三季度业绩将同比、环比均实现大幅增长。
- 新市场产能将陆续释放，公司市占率逐渐提高。公司产品销售受季节性影响较大，为此公司已完成在陕西、湖南、吉林、新疆、四川等五个省份的区域布局，以有效降低经营的季节性风险。上半年各子公司基本没有贡献利润，主要由于装置尚未建设完成或仍处于开拓市场的前期，预计13年开始新增产能将陆续释放，公司市占率随之提高。
- 公司明后年业绩有望继续稳定增长。09-10是道路建设投资高峰期，考虑到高速公路建设周期一般为3-4年，明后年沥青需求景气度预计仍然较高。此外，11年由于北非政治局势不稳定，公司退出海外市场，在当前该地区局势企稳的背景下，预计公司将在明年重新进入该市场，东南亚等地区的道路建设速度也在加快，海外市场将成为业绩增量的重要组成部分。

盈利预测与投资建议：

作为国内改性沥青龙头企业，公司今年新签沥青供货合同远超去年，产品毛利率水平也明显提高，下半年业绩将同比环比均大幅上涨，而且随着新增产能陆续释放，公司市占率逐渐提高，明后年业绩有望继续稳定增长。预计公司2012-2014年的每股收益分别为0.48元、0.66元、0.88元，对应PE为15倍、11倍、8倍，给予公司12年20倍PE较为合理，未来6个月目标价9.54元，维持对公司的“强烈推荐”评级。

风险提示：

道路基建增速下降的风险；甲方违约的风险；海外局势恶化的风险

表2 公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	1,045.02	1,119.76	1,968.82	2,611.00	3,338.00
增长率（%）	48.59%	7.15%	75.82%	32.62%	27.84%
净利润（百万元）	76.79	57.27	152.58	211.14	282.29
增长率（%）	31.66%	-25.43%	166.43%	38.38%	33.70%
每股收益(元)	1.210	0.360	0.477	0.660	0.882
PE	5.80	19.50	14.72	10.64	7.96
ROE	7.76%	5.73%	11.91%	14.56%	16.85%

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。