

2013 年 01 月 16 日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元) 13.0

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2013/1/16)	10.19
深证成份指数(2013/1/16)	9381.69
股价 12 个月高/低	16.91/6.68
总发行股数 (百万)	320.00
A 股数 (百万)	124.77
A 市值 (亿元)	12.71
主要股东	周德洪(37.76%)
每股净值 (元)	3.30
股价/账面净值	3.09
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	13.98 7.83 64.99

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

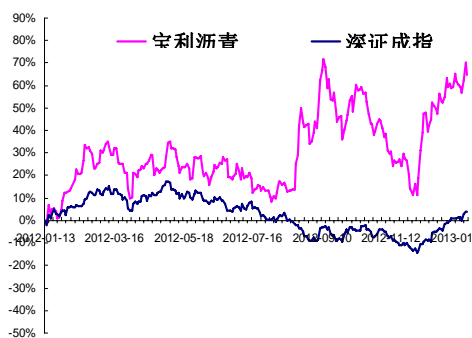
产品组合

专业沥青	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

券商集合理财	1.42%
阳光私募	0.46%
一般法人	1.64%

股价相对大盘走势



宝利沥青(300135.SZ)

Buy 买入 (首次)

湖南市场订单大增，中西部战略初显成效

结论与建议：

公司是国内技术领先的专业沥青生产企业，产品和成本优势突出。2012 年前三季度，依靠订单增加和成本降低，实现营收和净利润 14.3 亿元和 0.88 亿元，YoY 高速增长 71.71%和 65.08%。公司异地扩张战略 2012 年在湖南取得良好成效，未来有望在全国范围遍地开花；受益于中西部高速公路建设提速，业绩将保持高增长。

■ **华东市场龙头企业，新设产能布局全国。**公司在江苏本地的市场占有率约为 1/3；本地市场之外瞄准中西部路网建设机遇，在湖南、吉林、新疆、四川和西藏等地分设子公司，通过异地产能的扩张将销售触角伸向全国。

■ **行业内优势突出，西部路网建设提速利好沥青需求。**公司在改性沥青行业兼具技术和资金优势；依托中西部子公司的建设投产，有望在加快中西部建设的过程中率先受益。今年 9 月份以来，发改委连续审批多个公路项目，对沥青需求构成实质性利好。考虑到国内区域发展不均衡，未来西部投资仍将保持较快增长。

■ **湖南市场已经取得重大突破，成功模式或可复制。**公司于 2012 年一季度获得了湖南高速公路沥青合同，总金额约 12.20 亿元，超过 2011 年全年 11.2 亿元的营收规模。2012 年年末再度签订了约 8.72 亿元的合作。我们认为，公司成功中标湖南高速公路项目，显示了公司较强的竞争力，未来随着各地子公司产能陆续建成，成功模式将复制到全国。

■ **长期增长确定，首次给予“买入”评级。**展望未来，湖南市场仍保持高速增长，吉林、四川、新疆、西藏等地工厂陆续达产，将支撑未来 5 年业绩稳定增长。预计公司 2012~2014 年分别实现净利润 1.13 亿元、1.74 亿元、2.25 亿元，YoY 分别增长 98%、54%、29%；EPS 为 0.35、0.56、0.72 元。目前股价对应 2013/2014 年 PE 为 18 倍和 14 倍，公司受益于中西部公路建设加速且成长潜力巨大，给予买入的投资建议。

■ **风险提示：**应收账款不能按时收回；原材料价格大幅上涨；中标项目不达预期。

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	51	77	57	113	174	226
同比增减	%		51.35%	-25.43%	97.71%	53.80%	29.59%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.21	0.39	0.35	0.56	0.72
同比增减	%		16.41%	-67.49%	-9.72%	57.74%	29.59%
A 股市盈率(P/E)	X	78.73	33.81	52.00	28.80	18.26	14.09
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.6	0.2	0.2	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	0.38%	0.92%	0.98%	1.96%	2.45%	2.45%

公司简介：改性沥青区域龙头

专业沥青生产企业

公司主要致力于高等级公路新材料的研发、生产和销售，主营产品包括通用型改性沥青、废橡塑改性沥青、高强度结构沥青料、高铁专用乳化沥青等专业沥青等。

根据不完全统计，公司的改性沥青产品在全国的市场占有率约为 5%；江苏本地的市场占有率约为 1/3。公司已设立湖南、吉林、新疆、四川和西藏子公司，区域龙头的优势有望向全国范围扩展。

图 1、宝利沥青营收构成

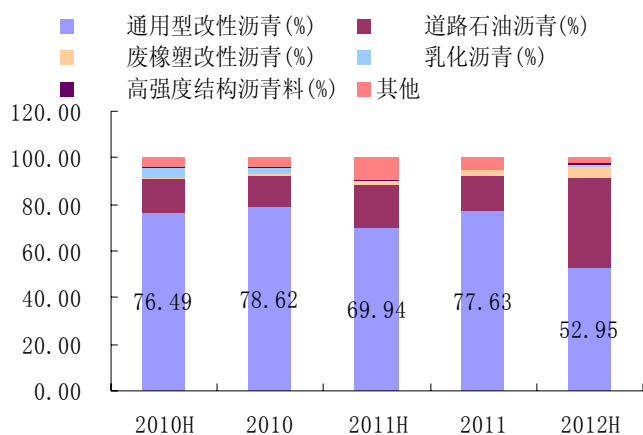
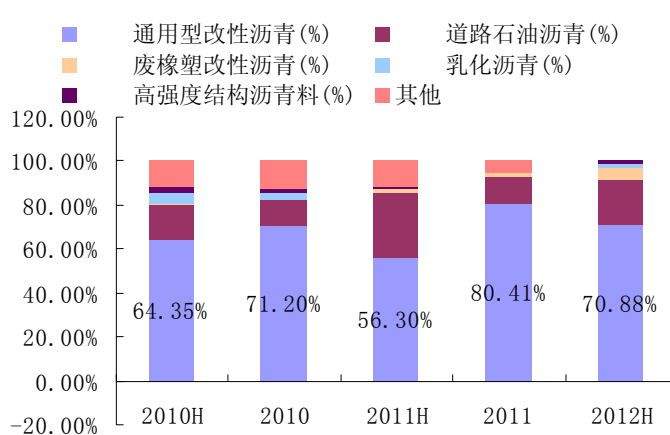


图 2、宝利沥青利润构成



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

股权相对集中

公司成立于 2002 年，最初是江阴市宝利沥青有限公司，2007 年变更为股份有限公司。目前，公司的控股股东及实际控制人为公司创始人周德洪、周秀凤夫妇，二人合计持有公司 19027 万股股份，占发行前公司总股本的 59.46%。目前周德洪担任公司董事长，周秀凤任公司副董事长。

表 1：中国改性沥青用量

	股东名称	持股数量(股)	比例 (%)	股本性质
1	周德洪	120,830,600	37.76	限售流通 A 股, A 股流通股
2	周秀凤	69,440,000	21.70	限售流通 A 股
3	兴业银行-万家和谐增长混合型证券投资基金	4,000,000	1.25	A 股流通股
4	高阿凤	3,896,898	1.22	A 股流通股
5	何宝松	2,751,598	0.86	A 股流通股
6	莫常春	1,962,500	0.61	A 股流通股
7	陈永勤	1,800,000	0.56	限售流通 A 股, A 股流通股
8	华宝信托有限责任公司	1,711,006	0.53	A 股流通股

9	国泰君安客户信用交易担保证券账户	1,549,894	0.48	A 股流通股
10	上海市教育发展基金会	1,500,000	0.47	A 股流通股
	合 计	209,442,496	65.44	

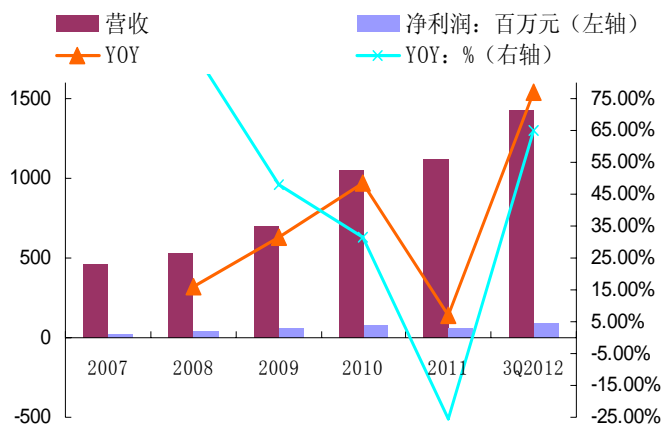
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

2012 年业绩高速增长

公司 2011 年业绩出现一定衰退，主要是国内交通基础设施建设增速放缓所致。由于下游需求的不景气，导致行业竞争加剧、公司毛利率出现较大幅度下滑，再加上规模扩张带来管理费用增加，造成公司净利润显著衰退。2011 年全年，公司营收 11.2 亿元，同比增长 7%；净利润却只有 5727 万元，同比下降 25.4%。

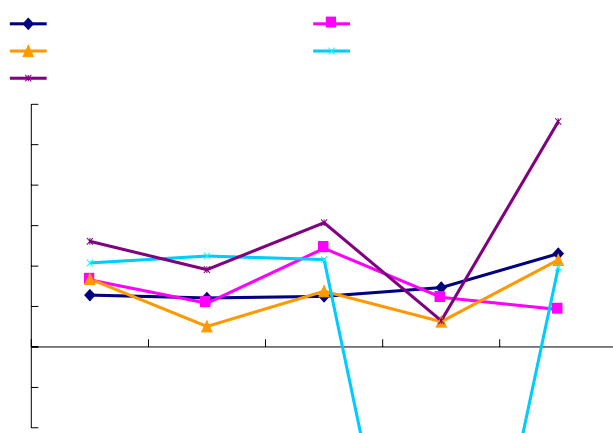
2012 年以来，公司通过技术创新降低了通用型改性沥青和废橡塑改性沥青等产品的成本，再加上订单量的增长，逐渐摆脱了行业不景气的影响。2012 年 1-9 月份，公司实现营业总收入 14.3 亿元，YoY 增长 71.71%，实现净利润 8,827.72 万元，YoY 增长 65.08%。2012 年 3Q 单季，公司实现营业总收入 8.8 亿元，YoY 增长 123.94%，净利润 4,387 万元，YoY 增长 82.22%。

图 3、宝利沥青营收和净利润



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 4、宝利沥青毛利率变化情况



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

行业分析：改性沥青需求稳定，中西部公路建设进入黄金期

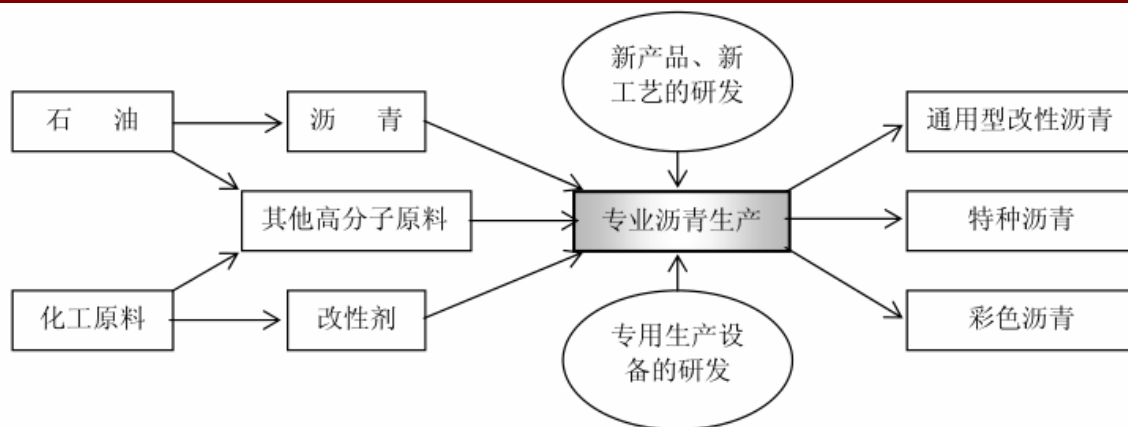
◆ 专业沥青是普通沥青向高端沥青的延伸

专业沥青是指各种改性沥青、特种沥青、乳化沥青、沥青结构料等专用于道路铺设的沥青终端产品。

专业沥青产品是普通道路石油沥青向高端沥青的延伸，直接应用于高速公路、市政道路、桥梁及机场等场所的铺设。专业沥青行业处于产业链的中下游，其上游行业为原油加工。

在完整的原油加工产品链中，石油沥青的前端产品为醚、烷、烃、苯等各大类产品，作为原油加工后端产品的石油沥青经过焦化工艺可得到石油胶。因此，在石油加工产能一定和工艺不变的条件下，石油沥青的产量与其前端和后端产品的产量总和基本是恒定的。，原材料供应受到石油加工行业的影响。

图 5、专业沥青生产在产业链中的位置



资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

◆ 国内改性沥青推广相对滞后，中西部发展空间大

沥青改性技术的特点是通过往基质沥青中掺加 SBS、环氧树脂、高分子聚合物、磨细的橡胶粉或其他填料等改性剂，或采取对基质沥青进行轻度氧化加工，来提高沥青高温黏性、低温抗裂性、抗碾压性及与路面基层稳固相结合性等方面的性能。

中国专业沥青行业现有的改性沥青产品在质量水准与国际上同类型产品大体相当。但是，与新型改性沥青相配套的道路施工工艺、施工管理规程的研究工作也显得相对滞后，使得国内新型改性沥青的推广进程受到一定影响。

未来高等级公路的建设对专业沥青的需求量巨大，其中东部发达地区由于高速公路网已基本建成，未来需求增量将以市政道路建设和原有道路养护为主，对专业沥青的需求量将稳步增长。中西部地区交通基础设施落后，随着国家公路建设重点向中西部地区转移，未来需求增量将以新建高速公路为主，该地区将成为我国专业沥青行业未来的主要市场。

表 2：中国改性沥青用量

	2006	2007	2008	2009
全国改性沥青年用量（万吨）	166	194	247	275
YoY		16.87%	27.32%	11.34%

资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

◆ 行业特点

(1) 行业的周期性

专业沥青行业与交通道路建设和维护紧密相联，具有明显的周期性。各省份通常每隔三年就会出现一个沥青使用高峰。就全国范围来看，国家发改委和交通部每年在批准公路建设计划时会划定重点建设省份，因此专业沥青行业在地域和时间上均呈现出明显的周期性特点。

(2) 行业的区域性

如同水泥等建筑材料一样，专业沥青的产品销售受到运输半径的限制。一般改性沥青产品的辐射半径为 300 公里至 800 公里，具体辐射半径大小主要视产品的抗离析性能和产品稳定性而定，一旦产品运输半径超出该距离则需重新搅拌加热，经济性受到较大影响。因此，专业沥青市场又呈现出较明显的区域性特征。

(3) 行业的季节性

沥青路面施工对天气状况的要求较高，按照国家交通部《公路沥青路面施工技术规范》的规定：“沥青路面不得在气温低于 10℃(高速公路和一级公路)或 5℃(其他等级公路)以及雨天、路面潮湿的情况下施工”。因此国内道路沥青产品的销售一般根据工程项目的工期情况和地域的气候特征，呈现出较强的季节性。江苏及周边地区一般在每年 4 月至 11 月为产销旺季，12 月至第二年 3 月为产销淡季。

◆ 进入壁垒

专业沥青行业具有技术和资金双密集型的特点，进入该行业的主要障碍是技术壁垒、资金壁垒、历史业绩壁垒和员工专业化壁垒等：

(1) 技术壁垒：改性沥青的生产要求成熟的工艺、独特的配方和完善的检测手段，这需要多年的积累；另一方面，不同区域、类型的客户对改性沥青和道路石油沥青等专业沥青产品有不同的需求，需要生产企业具备新产品开发能力。

(2) 资金壁垒：专业沥青行业具有流程化生产特点，对设备的先进性及运行的稳定性要求较高，因此固定资产投资较大，同时，专业沥青行业中普遍存在的前端采购占用资金较多、后端销售回款较慢的特点，这两方面均对行业内企业的资金实力提出了较高要求。

(3) 历史业绩壁垒：改性沥青生产企业基本以投标来获得业务机会，需要具有优良的历史业绩，相当的生产规模和良好的信誉。历史业绩好的企业有明显投标优势。

(4)专业化壁垒：改性沥青生产企业，尤其是采用工厂改性模式的生产企业，为保证设备的安全运行，需要具有熟悉设备和工艺流程的管理人员及技工队伍，行业的新进入者较难在短期内在专业化员工队伍建设方面取得突破。

公司经营分析：异地扩张成功模式可复制

◆ 公司竞争优势

公司技术水准居于国内领先地位，通过自主开发及集成创新掌握了复合改性沥青、高铁专用乳化沥青、高强度结构沥青料等多项高等级公路新材料的生产技术及制备方法，通过合作开发掌握了废橡塑改性沥青等新产品的生产技术及制备方法。

核心竞争优势体现在较强的技术创新及产业化能力和较强的市场开拓能力。此外，公司作为上市公司，资金实力雄厚且融资来源广泛；较好的历史业绩也为公司赢得明显的投标优势。

表 3：宝利沥青竞争优势

核心竞争优势	具体体现简述
技术创新及产业化优势	1.通过技术进步降低产品成本，提高了公司抵御原材料价格大幅波动风险的能力； 2.通过研发毛利较高的高端产品为公司提供新的增长点； 3.通过技术创新，在改性沥青抗离析性和高温贮存稳定性上取得突破，使工厂改性生产模式的服务半径从300公里增加到800公里，扩大了公司的市场空间，提高了单一生产网点的盈利能力； 4.丰富的产品链优势有利于公司为客户提供一揽子产品解决方案，成为公司未来持续增长的重要保证；
市场拓展优势	战略联盟型市场拓展模式，使公司产品的销售区域从江苏省扩展到上海、浙江、安徽、河南、山东、湖南、陕西、甘肃等省及非洲的阿尔及利亚； 完成在陕西、四川、湖南、吉林、新疆、四川等五个省份的区域布局

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

◆ 募投资金积极扩产能

公司 2010 年 10 月上市，计划募资 2.45 亿元，实际募资 6.89 亿元，超募 4.44 亿元。

除完成承诺投资项目外，公司利用超募资金积极向外扩张，先后设立湖南、吉林、新疆、四川和西藏子公司，战略触角伸向中西部主要市场。目前湖南子公司已经达产，并成功获取湖南省内高速公路建设招标。

表 4：募投资金投向

承诺投资项目	承诺投资总额	累计投入	预定可使用状态
10 万吨/年废橡塑改性沥青项目	4,500.00	2,441.83	2012 年 6 月 30 日
2 万吨/年高强度沥青料项目	5,200.00	2,045.21	2011 年 11 月 30 日
5 万立方米重质燃料油、基质沥青储罐扩建项目	4,800.00	3,585.33	2012 年 4 月 30 日
改性沥青生产及仓储项目	5,000.00	2,577.28	2011 年 12 月 31 日
5000 万元用于补充公司流动资金	5,000.00	5,000	2010 年 12 月 1 日
节余募集资金永久补充流动资金	--	8,191.21	2012 年 9 月 3 日
承诺投资项目小计	24,500.00	23,840.86	
超募资金投向			
增资湖南宝利：年产 6 万吨聚合物改性沥青、2 万吨乳化沥青和 4 万吨重交沥青仓储新建项目	5,000.00	5,006.44	2011 年 7 月 31 日
设立吉林宝利：年产 3 万吨聚合物改性沥青、1 万吨乳化沥青技术改造项目	3,000.00	1,011.77	2011 年 12 月 31 日
成立新疆宝利：10 万吨/年聚合物改性沥青、3 万吨/年乳化沥青生产及 3.5 万 m ³ 重交沥青仓储新建项目	6,000.00	3,818.23	2012 年 10 月 30 日
成立四川宝利：年产 6 万吨聚合物改性沥青、2 万吨乳化沥青新建项目	4,000.00	3,093.28	2012 年 12 月 31 日
归还银行贷款（如有）	4,500.00	4,500.00	
补充流动资金（如有）	12,900.00	12,900.00	-
超募资金投向小计	35,400.00	30,329.72	
合计	59,900.00	54,170.58	

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

二、湖南市场取得丰厚回报，成功模式可复制

2012 年一季度，公司获得了湖南省浏醴、郴宁、衡桂、通平、大浏、南岳 6 条新建高速公路沥青产品供应业务合同，合计沥青供应量约 19.82 万吨，**合同总金额约 12.20 亿元；订单规模超过 2011 年全年 11.2 亿元的营收规模。**截止 2012 年三季度，公司已完成供货任务的 65%左右，各项工作进展基本顺利，能够在 2012 年内完成全部合同供应任务。

此外，公司于 2012 年 12 月 26 日签订了《湖南省高速公路沥青供应框架协议》。江苏宝利沥青股份有限公司向湖南省高速公路建设开发总公司建设的 2013 年拟通车的石华、长沙、炎汝、长浏、耒宜高速改造工程未阳段 3 个合同段等高速公路供应所需的全部沥青材料（含煤油沥青、乳化沥青等），各种沥青产品合计：14.17 万吨。我们根据年初合同的单价简单估算，**新增合同总金额约为 8.72 亿元，相当于 2011 年全年总收入的 78%。**

近期，国家发改委批复了 13 条高速公路投资建设项目，各地基础设施建设存在加速启动的趋势。我们认为，公司在湖南市场投标取得的成功可以复制，**新疆**

和四川两地将成为 2013 年业绩增长最重要的来源。

目前，新疆市场尚缺少具有影响力的改性沥青生产企业，公司未来有望成为新疆高速公路最主要的沥青供应商。四川市场属于充分竞争的市场，不过由于市场容量不断扩大，公司通过分享市场份额仍可获得丰厚的业绩。由于市场拓展战略清晰，公司产能扩展稳步推进，2013 年新疆和四川两地达产将确定无疑，一旦取得投标，公司销售收入有望迅速扩张。

表 5：宝利沥青产能分布情况（估算值）

产能：万吨	2011	2012	2013E	2014E
通用型改性沥青	27	40	56	66
废橡塑改性沥青	10	10	10	10
乳化沥青	5	10	15	18
高强度结构沥青料	2	2	2	2
专业沥青产能合计	44	62	83	96

资料来源：群益证券上海研究部

表 6：宝利沥青产能分布情况

	地点	产能情况	完成时间
江苏宝利（总部）	江阴	改性沥青产能 20 万吨；高强度结构沥青料产能 2 万吨；废橡塑改性沥青产能 10 万吨	2002-2011
陕西宝利	西安	改性沥青产能 10 万吨	2007-2011
湖南宝利	长沙	改性沥青产能 10 万吨	2010-2011
吉林宝利	四平市	改性沥青 3 万吨	2011-2012
新疆宝利	克拉玛依	改性沥青产能 10 万吨	2011.7-2013
四川宝利	泸州市	改性沥青产能 6 万吨	2012-2013
西藏宝利	拉萨	筹建	2013-2014

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

截至 2012 年三季度末，公司年初签订的 12.2 亿元的湖南高速公路沥青供应合同尚有 35% 未完成供货，考虑到剩余合同的履约将增加 4Q 营收约 4.3 亿元，2012 年业绩增速将继续保持高速增长。由于上年末签订了 8.72 亿元的沥青供应合同，2013 年湖南市场仍将保持稳定的收入。

展望未来，我们认为，湖南市场将进一步巩固优势地位；新疆、四川、西藏等地也将相继贡献业绩。公司凭借领先的技术，将率先受益于中西部公路建设加速，未来五年有望保持 25% 左右的平均成长率。

预计公司 2012~2014 年分别实现净利润 113 亿元、174 亿元、225 亿元，YoY 分别增长 98%、54%、29%；EPS 为 0.35、0.56、0.72 元。目前股价对应 2013/2014

年 PE18 倍和 14 倍，考虑到公司较大的成长潜力，给予“买入”的投资建议。

		2011	2012E	2013E	2014E
销售量：吨	通用型改性沥青	15.57	24.58	37.45	46.37
	道路石油沥青	3.64	7.61	11.93	15.21
	废橡塑改性沥青	0.14	0.37	0.58	0.74
	乳化沥青	0.06	0.20	0.32	0.41
	高强度结构沥青料	0.04	0.06	0.10	0.13
销售单价：元/吨	通用型改性沥青	5580	6714	7049	7402
	道路石油沥青	4566	5205	5309	5415
	废橡塑改性沥青	19833	40494	41304	42130
	乳化沥青	1342	1470	1499	1529
	高强度结构沥青料	5914	6223	6347	6474
销售收入：百万元	通用型改性沥青	869	1650	2640	3432
	道路石油沥青	166	396	633.6	823.68
	废橡塑改性沥青	27	150	240	312
	乳化沥青	0.8	3	4.8	6.24
	高强度结构沥青料	2.07	4	6.4	8.32
	主要产品销售收入合计	1064.87	2203.00	3524.80	4582.24

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	239	1045	1120	2365	3842	4994
经营成本	129	905	955	2025	3276	4258
销售费用	28	11	20	36	64	83
管理费用	29	21	59	99	165	214
财务费用	-1	9	7	45	86	112
营业利润	52	91	64	129	201	262
营业外收入	6	2	4	6	6	6
税前利润	58	92	65	132	204	264
所得税	8	15	8	19	30	38
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	51	77	57	113	174	226

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	58	701	411	567	754	997
应收账款	70	169	352	458	596	774
存货	124	107	73	473	691	899
流动资产合计	281	1037	1139	1721	2296	2925
固定资产	89	83	213	256	294	309
非流动资产合计	114	153	270	363	391	407
资产总计	395	1190	1409	2083	2687	3332
流动负债合计	171	200	410	431	452	475
非流动负债合计	0	0	0	0	0	0
负债合计	172	200	410	431	452	475
股本	60	80	160	106	106	106
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	223	989	999	1653	2234	2857
负债及股东权益合计	395	1190	1409	2083	2687	3332

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	26	81	(341)	136	157	203
投资活动产生的现金流量净额	-19	-55	-160	-80	-60	-50
筹资活动产生的现金流量净额	2	619	216	100	90	90
现金及现金等价物净增加额	9	644	-286	156	187	243

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。