

2010-02-10

石油、化学、塑胶、塑料/石油

公司研究 / 调研报告

路翔股份 (002192)

中性/首次评级

股价: RMB17.6

分析师

周煥

+755-82492072

zhouhuan@lhq.com

分析师

鲍雁辛

+755-82492810

baoyx@lhq.com

分析师

王茜

+755-82364392

wangqianys@lhq.com

## 基础数据

总股本 (百万股)	121
流通 A 股 (百万股)	69
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1222

# 积极寻求新的突破

## 一路翔股份调研简报

### 事件

2月2日,我们对路翔股份进行了调研,与公司董事会秘书、证券事务代表就公司现状和未来的发展做了沟通。

### 我们的判断

公司的主业通用改性沥青的加工及销售和重交沥青的销售业务已经进入平稳发展期,寡头垄断的竞争格局下行业呈现均衡的态势,公司并无很强的竞争优势去提升市场份额,但未来两三年受益于公路建设的提速,公司的收入会随着行业一齐稳步增长。

公司不满足于沥青行业的毛利和现金流不稳定,积极开拓第二业务板块:进入锂矿的开发,收购的甲基卡锂矿是国内唯一有大规模扩产潜力且品位较高的锂矿资源。按照计划一期 800 吨/日的生产线将在 10 年中期投产,公司将取得 134# 脉矿其余 3000 万吨的采矿权,生产线在 10 年内可扩产到 3000 吨/日并且开始建设 1.5 万吨的电池级碳酸锂(主要用于新型动力汽车用锂电池)生产线。

假设 800 吨/日产能 2010 年中期达产,10 年实际有效生产时间为半年,3000 吨/日扩产项目于 2011 年中期投产并达产,11 年实际有效生产时间也为半年,按照现在的市价和可比公司生产成本计算,将分别增厚公司 2010、2011 年 EPS 0.09、0.43 元/股。

09 年公司摊薄后每股收益 0.17 元,预计 10-11 年公司沥青主业贡献 EPS 为 0.23 元、0.31 元/股,在公司锂矿一二期均顺利投产并且市场价格不出现大幅下滑的情况下,公司 10-11 年摊薄后 EPS 合计为 0.32、0.74 元/股。但是锂矿业务对技术和资金的要求都不低,公司未来发展还存在较多的不确定性,我们对此持谨慎的态度,将密切关注公司的每一步发展。暂时给予“中性”评级。

### 调研内容

#### 公司基本情况

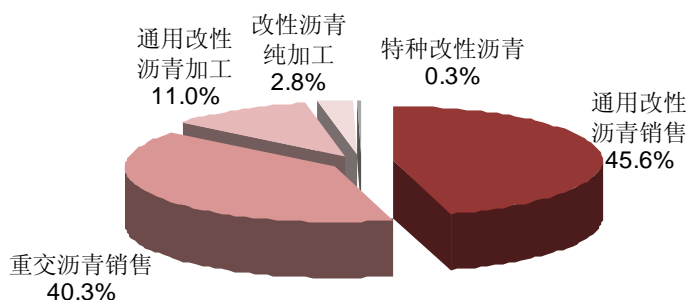
路翔股份是国内唯一一家以改性沥青为主要产品的 A 股上市公司,其业务包括了通用改性沥青销售、重交沥青销售、通用改性沥青加工、改性沥青纯加工、特种沥青和彩色沥青销售等。总的来说,公司在新建高速公路在改性沥青这一寡头垄断的成熟市场上具备了约 15% 的市场份额,受益于“四万亿”投资拉动公路建设提速,可以预期,公司的主业将在未来的 3 年继续保持稳步增长。

### 主业毛利受国际油价影响波动明显

公司通用改性沥青销售和加工收入占比一直在 60%左右，毛利目前在 18-20%，公司另一块主业是重交沥青的销售，占收入比约 40%，重交沥青就是制造改性沥青的原材料，公司在这块业务上相当于仓储和运输商，因此该业务毛利较低，仅有 3-6%。

通用改性沥青的成本构成方面，重交沥青占 77%，SBS 改性剂占 15-20%，一吨重交沥青加入 45 公斤改性剂可生产 1.045 吨改性沥青。由于重交沥青和改性剂都是石油的下游产品，价格受国际原油市场的影响很大，因而公司毛利水平历年的波动较大。

图 1、公司主业构成（09 年前三季度）



数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

### 全国布局已经完成，募投项目年内达产后产能可以翻倍

公司拥有的剪切式沥青混炼机的专利技术和全国的网络布局是公司的核心竞争力所在，公司被认定为高新技术企业并享受 15% 的所得税优惠。目前公司已经完成了在全国 7 大片区 8 个子公司的布局，未来短期内没有跨区域布局和收购外部公司的计划。

募集资金项目购置的移动式改性沥青集成加工装置 10 年可全部投产，届时专业沥青日生产能力将由 5616 吨/日（上市前）增加至 13216 吨/日，并且移动式装置使公司产能可以在不同区域之间灵活调配。

### 生产受季节影响较大、产能利用率低

公路工程特别是公路路面施工存在明显的季节性。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。

公司控股子公司西安路翔一般在每年四月开工生产，九月底结束生产。重庆路翔一般也是在四至五月开始生产，大约十月结束。而华南地区情况完全不同，开始生产日期一般在 7 月雨季过后，并且在第四季度进入生产的高峰期，即设备基本满负荷的状态，生产期限一般会延长至春节前后才会结束。

由于生产的季节性，公司的产能利用率一直较低（小于 10%），但这是行业特性决定的，并不是主要问题。

### 收入及利润主要体现在四季度，流动资金不足一直是制约公司发展的核心问题

由于公路施工的季节性，公司每年的大部分主营业务收入及利润体现在第四季度，公司的收入、利现金流量在年度内分布不均衡。

另一方面，公路建设投标要先交纳保证金，签约后垫付流动资金用于生产及备料，销售后分期验回收笼货款，加之标的金额较大，给公司的资金周转造成较大压力。流动资金不足一直是制约公司发展的核心问题，这也是为何壳牌、SK 等资金实力雄厚的国际巨头一直是市场的领导者的原因之一。但公司上市以来流动资金方面有了好转，使用闲散募集资金补充流动资金，并且银行授信额度大大提高，为公司的发展扫清了部分障碍。

### 行业进入景气周期

08 年底的“四万亿”投资带来高速公路建设的大规模提速，未来 3 年都是公路工程建设的密集施工期，并且沥青的敷设集中在工程的尾段。09 年主要的公路项目还是旧的施工路段的提速，新开工的项目在 10-12 年对沥青产生需求，预计未来 3 年每年行业都会有 20-30%的需求增长。

我国高速公路的路况标准决定平均每 5 年需要大修一次，大修的沥青用量和首次敷设时基本相同，所以未来新建公路项目完成后维护需求用量也会比较大。按照四车道的一级公路计算，每公里沥青用量大约 300 吨。

“十一五”期间道路沥青消费量平均每年在 1200-1500 万吨，其中：公路建设每年约需沥青 1100-1300 万吨，改性沥青的需求占公路建设用沥青需求总量的 10%-20%，大约 150 万吨/年，其中新建路面用量 80-100 万吨，可以预期未来改性沥青的占比将会提高。

### 公司 10 年销售合同有较大增长

公司已经签订的销售合同中供货期在 2010 年的目前约 7 亿元，预计 10 年公司的销售收入会有 30-40%的增长。

但是我们看到，行业整体需求 10 年也会有 20-30%的增长，公司的产能虽然在 10 年翻倍，产量及销售收入却无法翻倍增长，主要原因我们判断是行业进入了成熟阶段，各家的市场份额都基本稳定，并且公司销售主要通过公路工程招投标的方式，资质和已有生产能力等是中标的关键，新投产的产能在未来的投标中才能显示出一定的效果，对公司的新增销售合同贡献要在 11 年才能体现。

### 寡头垄断格局下公司扩大市场份额难度较大

前两家（壳牌和韩国的 SK）的市场占有率超过 50%，公司在新建高速改性沥青市场约占有 15%的市场份额。有能力参与全国市场竞争的改性沥青生产企业不超过 8 家，尤其前几家外资巨头的资金实力较强，且全国各区域均有布局，长期以来竞争格局稳定。民营企业中除了路翔外另有湖北国创等也参与全国竞争。

### 锂矿业务有望成为新的增长点，但仍存在很大的不确定性

公司积极拓展新的业务板块以求突破传统主业面临的成长瓶颈。

09 年 8 月公司公告以 7310 万元的价格收购了四川甘孜州融达锂业有限公司 51%的股权，融达锂业拥有康定县甲基卡地区矿石品位最好的 134#脉锂辉石矿采矿

权，面积 0.88 平方公里，开采深度为 4470-4405m 标高，锂辉石储量约 511.4 万吨。采矿权期限为 30 年，自 2004 年开始计算。

由于融达锂业所在的甲基卡矿区是国内唯一具有明显扩产潜力的且矿石品位较高的矿石锂蕴藏地，其可采储量在世界锂辉石矿山中位列第二，该项目对公司未来的发展至关重要。

目前世界范围内盐湖卤水提取锂是主流，矿石提锂受制于成本高，市场份额不断下降，目前占比约为 30%，而我国由于盐湖卤水提锂的技术、资金瓶颈未能突破，国内近 7 成的市场还是矿石提锂。

图 2、全球碳酸锂产能分布（吨）

	生产商	资源地	已实现产能	计划新增产能
盐湖	SQM	Atacama	40000	
	FMC	Hombre Muerto	18000	
	Chemetall SCL	Atacama	14000	
	Chemetall Foote	USA	*5000	
	ADY	Rincon	--	**23000
	扎布耶	扎布耶	2000	25000
	中信国安	台吉乃尔	2000	32000
	青海锂业	台吉乃尔	1000	19000
	中川	当雄措	--	5000
	小计		82000	99000
矿石	天齐锂业	进口	6000	
	新疆锂厂	进口	5000	
	尼科国润	江西	3000	
	集祥锂业	四川	2000	
	阿坝锂厂	四川	2000	
	小计		18000	
	总计		***100000	99000

数据来源：华泰联合证券研究所

我们认为公司未来发展主要有以下几个不确定的结点：

#### 一期 800 吨/日在 10 年能否投产

自 1999 年底鹰航锂业进入甲基卡开始，134#号脉矿的采矿权已经 4 次易手，至今也只是试生产，未有正式投产。

公司一期产能 800 吨/日，目前还处于竣工验收阶段，可能会于 10 年上半年投产。

我们判断影响投产的因素除了高原环境下对生产技术和生产的组织能力要求较高，其它方面还有跟当地少数民族自治政府的关系协调能力，公司在这些方面都没有太多的优势。但公司提前做了人才储备，目前也比较受到当地政府的欢迎，我们对此的判断是，一期 800 吨/日项目如期投产的概率较大，但持续生产的能力和成品率能否符合标准还有待进一步观察。

#### 134#矿区剩余 3000 万吨采矿权能否取得

公司现在取得采矿权的锂辉石储量为 511.4 万吨，公司为此支付了偏高的收购价格主要是看中了甲基卡矿区 134#脉剩余的 2966.3 万吨锂辉石矿。根据《国土资源部关于进一步规范矿业权出让管理的通知》公司拥有以协议方式优先受让剩余部分采矿



权的权利。

这部分采矿权能否顺利取得关键要看一期是否能顺利投产并且取得地方政府信任。

### 800 吨/日到 3000 吨/日的扩产项目能否按期完成

甲基卡矿区 134#脉剩余 3000 万吨采矿权取得后公司打算将产能扩大到 3000 吨/日，公司对扩产能力非常乐观，认为不存在技术上的瓶颈，能在 10 年内就完成扩产工程。

按照 800 吨/日的生产能力，全年原矿产量约 24 万吨，预计为公司贡献净利润约 2200 万元/年；如产能扩张到 3000 吨/日，合全年原矿产量约 90 万吨，则预计每年可贡献净利润约 8250 万元/年。

假设 800 吨/日产能 2010 年中期达产，10 年实际有效生产时间为半年，3000 吨/日生产线扩产项目于 2011 年中期投产并达产，11 年实际有效生产时间也为半年，按照现在的市价和可比公司的生产成本计算，将分别增厚公司 2010、2011 年 EPS 0.09、0.43 元/股。

我们认为扩产或许并不顺利成章，3000 吨/日的生产规模在国内领先，对技术、资金等实力要求比较高，项目还存在不确定性。

### 1.5 万吨电池级碳酸锂项目能否顺利投产并且市场价格稳定

配合扩产计划，公司将兴建 1.5 万吨电池级碳酸锂生产线，若能在 2012 年顺利达产，按照目前每吨 1 万元的毛利计算（按照行业矿石碳酸锂平均成本 3 万元/吨计算），该业务可为公司贡献 1.5 亿元/年的毛利，有望贡献净利润约 5800 万元/年，将超过公司的沥青主业，成为公司主要利润增长点。

电池级碳酸锂未来可能的大规模应用主要是在采用锂电池的新型动力汽车上，新型动力汽车的大规模产业化有望带来电池级碳酸锂需求的翻倍增长。

目前电池级碳酸锂处于供求基本平衡的市场格局，西藏矿业、中信国安等盐湖锂生产商也有大规模扩产计划，并且如果产能瓶颈得以解决，那么盐湖锂的成本将大幅低于矿石锂，历史上国外曾经出现过盐湖锂大规模生产，导致价格跌至 2 万元/吨附近，矿石锂企业大量倒闭的事件。

因此，我们认为，公司该项目或将面临的主要风险包括：1、目前全球碳酸锂市场容量约 11.63 万吨，如需求维持于该水平，公司 1.5 万吨的新增产能或将对供给造成压力，从而对价格构成一定冲击，但如果 12 年新型动力汽车产业化能初步成型，则电池级碳酸锂的市场需求将大幅增长，则公司新增产能将不会对市场构成多大的压力；2、公司或将面临来自盐湖锂产能扩张的竞争压力。

**表 1、各公司碳酸锂生产成本比较**

公司	SQM	中信国安	西藏矿业	中国矿石企业
矿床	智利阿塔卡玛盐湖	西台吉乃尔盐湖	扎布耶盐湖	锂辉石矿
成本（万元/吨）	1.2-1.4	1.5-1.8	1.2-1.5	3.0-3.2

数据来源：华泰联合证券研究所

### 谨慎看待公司未来的发展

我们认为，公司主业基本处于成熟期，未来会随着行业一齐稳步增长，但进一步提升市场份额的难度也较大。公司开辟的第二业务板块未来能否为公司带来预期的收益，就目前来看还有较多的不确定性。2010 年是关键时期，我们将密切关注公司的每一步发展。暂时给予“中性”评级。

### 华泰联合证券股票评级标准

增 持      未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性      未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持      未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

增 持      行业股票指数超越大盘  
中 性      行业股票指数基本与大盘持平  
减 持      行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电    话：86 755 8249 3932  
传    真：86 755 8249 2062  
电子邮件：lzrd@lhqz.com

### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电    话：86 21 5010 6028  
传    真：86 21 6849 8501  
电子邮件：lzrd@lhqz.com