

公司研究

新股研究

建议询价区间: 14.6-18.3 元

## 改性沥青生产的区域龙头企业

——国创高新(002377)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论

我们认为,公司2010、2011年EPS分别为0.47、0.73元/股。A股上市公司中,路翔股份与公司主营业务最为接近,作为材料加工制造,金发科技也比较类似。综合2010年以来新上市的中小板上市公司估值情况,我们认为,给予公司2010年31-39倍的动态市盈率比较合适,对应公司合理股价为14.6-18.3元。

#### 主要依据

公司的主营业务是生产、销售改性沥青,主要产品包括SBS改性沥青系列产品以及乳化沥青系列产品。公司是我国改性沥青行业的一流企业。近三年,公司的资产规模、生产能力、产销量、销售收入及净利润等指标,均在国内同行业中名列前茅。2005-2007年度,公司产品在国内新建高速公路改性沥青市场的占有率均超过15%,位居全国同行业前三甲,公司在同期湖北、陕西、广西新建高速公路的市场稳居第一位。目前,我国新建的高速公路大多使用改性沥青路面,众多新建的城市道路与环城公路也基本采用改性沥青路面。在整个道路沥青市场中,改性沥青市场需求增长最快。预计今后10年公路建设仍将保持较快的发展速度,道路沥青的需求也将持续增长。湖北省化学工业研究院预计,我国道路沥青全年使用量由2008年的1350万吨增长至2015年的2776万吨,年复合增长率为11%;其中,重交沥青(含改性)全年使用量由2008年的1045万吨增长至2015年的2179万吨,年复合增长率为11%。

#### 风险提示

(1)生产的季节性风险;(2)原材料价格波动的风险;(3)主要原材料供应商相对集中的风险;(4)流动资金不足的风险。

#### 基础数据

总股本(万股)	8000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.76
每股净资产(元)	1.57
建议询价区间(元)	14.6-18.3

#### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	608.0	613.9	805.0	1210.0
同比增速(%)	28.8%	1.0%	31.1%	50.3%
净利润(百万)	29.4	35.1	49.8	77.8
同比增速(%)	6.4%	19.3%	41.9%	56.2%
EPS(元)	0.37	0.44	0.47	0.73

研究员:伍颖

电话: 010-84183343

Email: wuying@guodu.com

执业证书编号: S0940208060099

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 一、本次发行一般情况

**表 1 公司 IPO 发行基本参数**

公司名称	湖北国创高新材料股份有限公司
公司简称	国创高新
发行地	深圳证券交易所
网上发行日期	2010 年 3 月 12 日
申购代码	002377
发行股数	2,700 万股
发行方式	网下向询价对象配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合
发行后总股本	10,700 万股
发行后全面摊薄每股收益 (2009)	0.33 元/股
发行后每股净资产	1.57 元/股

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

## 二、公司基本情况

### 1、公司概况

公司的主营业务是生产、销售改性沥青。主要产品包括 SBS 改性沥青系列产品以及乳化沥青系列产品。

### 2、股权结构

公司实际控制人是高庆寿先生，本次发行人民币普通股 2,700 万股，发行前后股本结构如下：

**表 2 发行前后公司股本结构**

项目	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定限制及期限
		股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)	
有限售条件的股份	国创集团	5,080	63.50	5,080	47.48	36 个月
	深圳前景	1,520	19.00	1,520	14.21	12 个月
	湖北长兴	1,320	16.50	1,320	12.34	36 个月
	周红梅	80	1.00	80	0.748	12 个月
本次发行的股份		—	—	2,700	25.23	—
总计		8,000	100.00	10,700	100.00	—

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

### 3、主要财务指标

**表 3 公司最近三年主要财务数据**

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
流动比率	1.24	1.30	1.24
速动比例	0.98	1.08	0.95
资产负债率 (母公司 %)	71.54	63.93	71.20
应收账款周转率 (次/年)	3.40	4.63	4.74
存货周转率 (次/年)	6.67	7.13	4.88
息税折旧摊销前利润 (万元)	6,420.62	6,639.01	5,907.35
利息保障倍数	5.70	3.74	4.06
每股经营活动的现金流量 (元/股)	0.58	0.47	0.33
每股净现金流量 (元/股)	0.24	-0.42	0.20
每股净资产 (元)	2.10	1.93	1.55

基本每股收益(元)	0.44	0.37	0.35
基本每股收益(扣除非经常性损益)(元)	0.42	0.36	0.32
全面摊薄净资产收益率(%)	21.56	19.93	23.38
加权平均净资产收益率(%)	23.36	22.13	18.51
加权平均净资产收益率(%) (扣除非经常性损益后)	22.63	21.62	17.30

注：上述财务指标以公司发行前股本 8,000 万股为计算基础。

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

### 三、经营分析

公司的主营业务是生产、销售改性沥青，主要产品包括 SBS 改性沥青系列产品以及乳化沥青系列产品，生产技术与产品质量处于国内领先水平并达到国际先进水平。

#### 1、主导产品行业状况及发展趋势

石油沥青是原油炼制汽油、柴油、煤油、润滑油等后的副产品，即将石油加工所残余的渣油，经适当的工艺处理后得到的产品，按用途可分为道路石油沥青、建筑石油沥青、专用石油沥青等，用于重交通量道路的道路石油沥青为重交沥青。改性沥青是以重交沥青为基质沥青进行改性得到的高等性能的沥青。改性沥青主要应用于高速公路与城市干线道路的抗滑表层、公路重交通路段、重载及超载车较多的路段等，与高等级公路建设有密切关系。

改性沥青因其卓越的路用性能，在欧美的道路建设与维护中得到广泛的运用。在世界发达国家应用的改性沥青中，SBS 改性沥青已经成为主流品种，SBS 改性沥青在改性沥青产品中的使用比例由十年前的 40%增长到现在的 60%。在美国，SBS 改性沥青也是作为最主要的改性沥青品种，年使用量超过了 200 万吨。总体来讲，改性沥青特别是 SBS 改性沥青的全球市场需求持续增长。

自从我国开始使用改性沥青以来，SBS 改性沥青一直是作为高速公路路面胶结料的首选，国道主干线高速公路上面层均采用 SBS 改性沥青。我国新建的高速公路大多使用改性沥青路面，如京福高速山东全境均为改性沥青，京珠高速湖北境内全部采用 SBS 改性沥青。在北京、上海、江苏、广东、湖北、湖南及山东等大多数省份的高速公路中已开始在中面层运用改性沥青，众多新建的城市道路与环城公路也基本采用改性沥青路面。在整个道路沥青市场中，改性沥青市场需求增长最快。

预计今后 10 年公路建设仍将保持较快的发展速度，道路沥青的需求也将持续增长，同时，道路沥青需求结构逐渐发生变化，改性沥青以及环保、高科技含量的特种道路沥青将越来越受到欢迎和重视。

#### 改性沥青行业的市场前景

##### (1) 新建道路带来的需要

就高速公路而言，2007 年底高速公路仅占全国公路总里程的 1.50%，该比例远远低于发达国家。随着我国高速公路建设的加快，将进一步促进改性沥青行业的发展。

##### (2) 道路改建升级带来的需求

截止“十五”末，我国公路路面中沥青路面为 68.80 万公里，只占公路总里程的

35.64%。由于沥青路面相对水泥、砂石等其他路面具有施工维修方便、行车舒适性好、延长轮胎使用寿命、节省燃油等优势，原有水泥、砂石路面的更新改铺正在逐步进行，这一过程也增加了对改性沥青的需求。

### （3）原有公路养护带来的需求

“十五”以来，我国道路交通事业高速发展，高速公路大规模建设，随着建设量的逐年递增，每年的养护工程量也随之增加。在高速公路网络大规模建设的同时，高等级公路和次等级公路的保养维护，尤其是路面保养维护将是一个不可忽视的市场。

### （4）对沥青未来需求的预测

湖北省化学工业研究院统计，2008年，我国道路沥青全年使用量1350万吨，其中重交沥青（含改性）1045万吨，占比77.4%，改性沥青155万吨，占比11.5%。预计到2015年，道路沥青全年使用量2776万吨，其中重交沥青（含改性）2179万吨，占比78.5%，改性沥青416万吨，占比15.0%。2008-2015年，我国道路沥青合计使用量15020万吨，其中重交沥青（含改性）11734万吨，占比78.1%，改性沥青1987万吨，占比13.2%。

## 2、竞争优势和劣势

### 竞争优势

#### （1）市场地位和品牌优势

经过多年努力，公司已成为我国改性沥青行业的一流企业，“国创”牌改性沥青已成为我国改性沥青的知名品牌，成为我国交通道路新材料领域屈指可数的民族品牌之一。近三年，公司的资产规模、生产能力、产销量、销售收入及净利润等指标，均在国内同行业中名列前茅。2005-2007年度，公司产品在国内新建高速公路改性沥青市场的占有率均超过15%，位居全国同行业前三甲，公司在同期湖北、陕西、广西新建高速公路的市场稳居第一位。

#### （2）技术优势

自2003年至今，公司一直被认定为高新技术企业。2004年5月，公司的SBS弹性体改性沥青项目获国家级火炬计划项目证书，同时公司被科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为重点高新技术企业。

#### （3）业务经验丰富

公司的主发起人国创集团是我国最早从事改性沥青研发并实行规模化生产的企业之一，也是我国第一家率先以自主知识产权制造改性沥青生产设备的厂家。国创股份继承并发展了国创集团研发、生产并销售改性沥青的丰富经验，经过技术升级，具有生产系列化改性沥青产品的能力。

#### （4）质量优势

先进的生产设备和科学的生产工艺保证了公司的产品质量，公司不仅可以提供同时满足国内行业标准和美国AASHTO标准的SBS改性沥青，而且还可以提供高温性能达到PG-82，低温性能达到PG-34的耐极端高温、极端低温和极端气候条件的特种SBS改性沥青。

#### （5）灵活的产品供应模式

公司已在武汉、陕西、广西建立三个生产基地，具有快速大规模生产供应成品改性

沥青的能力，产品主要辐射华中、西北、西南、华南等地区；公司拥有多台移动改性沥青设备，主要针对交通不便的客户，公司可根据实际情况采用工厂化生产与现场改性两种生产方式，满足不同区域公路建设的需要。

### 竞争劣势

与国内、外部分竞争对手相比，公司的竞争劣势主要体现在以下几个方面：

#### (1) 资金实力不足

由于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，销售后分期回笼货款，加之标的金额较大，对企业资金实力提出了很高要求，如资金实力不足则无法承接大宗改性沥青供应项目。公司主要竞争对手均为跨国公司或大型合资企业，在资金实力、融资渠道等方面公司有一定劣势，一定程度上限制了公司业务拓展。

#### (2) 产销网络仍待优化和拓展

受资金实力制约，公司生产布点较少，产品辐射范围较少，无法满足全国公路建设快速发展的需要，也影响了公司市场占有率。

## 四、募集资金投向

表 4 募集资金项目投产和收益情况

序号	项目名称(简称)	项目投入金额	主要产品	完全达产	预计年销售量	年税后利润(万元)	税后项目财务内部收益率
1	鄂州基地项目	9,200	SBS 改性沥青 SBS 改性乳化沥青	建成后第二年	年产 11.40 万吨(自用 1.40 万吨) 年产 2 万吨	3,208	41.6%
2	研究中心项目	1,500	——	——	——	——	——
3	橡胶粉成套设备项目	3,000	橡胶粉改性沥青	建成后第五年	年产 10 万吨	951	36.6%
4	移动工厂项目	8,000	SBS 改性沥青	建成后第四年	年产 12.60 万吨	2,847	36.7%

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

## 五、盈利预测

我们认为，公司 2010、2011 年净利润分别同比增长 41.9%和 56.2%，EPS 分别为 0.47、0.73 元/股。

表 5 利润预测表

	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	608.0	613.9	805.0	1210.0
营业总成本(百万元)	573.2	576.7	745.2	1116.6
营业成本(百万元)	514.1	526.9	692.3	1040.6
营业税金及附加(百万元)	4.0	5.2	6.8	10.3
销售费用(百万元)	10.8	9.5	12.9	19.4
管理费用(百万元)	22.2	19.4	28.2	42.4
财务费用(百万元)	18.2	11.9	5.0	4.0
资产减值损失(百万元)	4.0	3.9	0.0	0.0

营业利润(百万元)	34.8	37.2	59.8	93.4
加: 营业外收入(百万元)	1.9	1.6	0.0	0.0
减: 营业外支出(百万元)	1.3	0.0	0.0	0.0
利润总额(百万元)	35.4	38.7	59.8	93.4
减: 所得税(百万元)	5.5	4.6	9.0	14.0
净利润(百万元)	30.0	34.1	50.8	79.4
减: 少数股东损益(百万元)	0.5	-1.0	1.0	1.6
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	29.4	35.1	49.8	77.8
基本每股收益(元)	0.37	0.44	0.47	0.73

资料来源: 招股意向书, 国都证券研究所

## 六、估值定价

A 股上市公司中, 路翔股份与公司主营业务最为接近, 作为材料加工制造, 金发科技也比较类似。结合 2010 年以来新上市中小板上市公司的估值情况, 我们认为, 给予公司 2010 年 31-39 倍的动态市盈率比较合适, 对应公司合理股价为 14.6-18.3 元。

表 6 A 股可比公司估值情况

		EPS		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
002192	路翔股份	0.5	0.53	39.0	36.8
600143	金发科技	0.49	0.66	20.1	14.9

注: EPS 取自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 国都证券研究所

表 7 2010 年以来新上市的中小板上市公司估值情况

证券代码	证券简称	首发发行日期	EPS		PE	
			2010	2011	2010E	2011E
002334.SZ	英威腾	2010-01-04	1.51	1.96	31.8	24.5
002335.SZ	科华恒盛	2010-01-04	1.12	1.40	24.4	19.5
002336.SZ	人人乐	2010-01-04	0.73	0.92	37.0	29.2
002337.SZ	赛象科技	2010-01-05	0.97	1.27	32.1	24.4
002338.SZ	奥普光电	2010-01-05	0.66	0.81	33.2	27.3
002339.SZ	积成电子	2010-01-11	0.83	1.09	30.2	22.9
002340.SZ	格林美	2010-01-11	0.99	1.35	32.2	23.7
002341.SZ	新纶科技	2010-01-11	0.88	1.43	26.1	16.1
002342.SZ	巨力索具	2010-01-13	0.73	0.99	32.7	24.2
002343.SZ	禾欣股份	2010-01-13	1.02	1.22	30.3	25.3
002344.SZ	海宁皮城	2010-01-13	0.59	1.10	33.8	18.2
002345.SZ	潮宏基	2010-01-18	0.92	1.13	35.9	29.3
002346.SZ	柘中建设	2010-01-18	0.59	0.79	33.6	25.3
002347.SZ	泰尔重工	2010-01-18	0.82	1.06	27.4	21.3
002348.SZ	高乐股份	2010-01-20	0.64	0.76	34.1	28.8
002349.SZ	精华制药	2010-01-20	0.54	0.69	36.8	28.8
002350.SZ	北京科锐	2010-01-20	0.75	1.00	31.9	24.1
002351.SZ	漫步者	2010-01-25	1.02	1.37	32.7	24.4
002352.SZ	鼎泰新材	2010-01-25	0.80	1.07	40.2	29.9
002353.SZ	杰瑞股份	2010-01-25	2.12	3.05	28.1	19.5
002354.SZ	科冕木业	2010-01-27	0.40	0.58	31.0	21.1

002355.SZ	兴民钢圈	2010-01-27	0.52	0.64	27.7	22.8
002356.SZ	浩宁达	2010-01-27	0.99	1.29	37.0	28.4
002357.SZ	富临运业	2010-02-01	0.58	0.62	25.9	24.0
002358.SZ	森源电气	2010-02-01	0.88	1.21	29.4	21.5
002359.SZ	齐星铁塔	2010-02-01	0.50	0.66	33.7	25.8
002360.SZ	同德化工	2010-02-09	0.92	1.14	26.2	21.0
002361.SZ	神剑股份	2010-02-09	0.61	0.83	27.9	20.6
002362.SZ	汉王科技	2010-02-09	1.30	1.90	32.3	22.1
002363.SZ	隆基机械	2010-02-22	0.65	0.85	27.5	21.2
002364.SZ	中恒电气	2010-02-22	1.08	1.54	20.7	14.5
002365.SZ	永安药业	2010-02-22	1.06	1.37	29.2	22.6
	平均值				31.0	23.5

资料来源: wind, 国都证券研究所

## 七、风险因素

### (1) 生产的季节性风险

公司主要产品改性沥青全部用于公路路面铺设, 由于天气等客观因素影响, 公路工程特别是公路路面施工存在明显的季节性, 于是公司生产存在较为明显的季节性, 生产设备在生产淡季时利用率较低, 而在生产旺季时又可能生产能力不足, 因此使得公司的收入、利润及现金流量情况年度内分布不均衡, 公司的营业收入及利润主要体现在下半年, 第一季度多表现为亏损。

### (2) 原材料价格波动的风险

近年来, 受国际原油价格大幅波动的影响, 基质沥青的价格也大幅波动, 使得改性沥青生产企业面临了较大的原材料波动风险。

### (3) 主要原材料供应商相对集中的风险

公司生产所需主要原料基质沥青占产品成本比重很大, 且运输、储存相对特殊, 为争取更多价格优惠, 公司近三年主要向韩国 SK 能源株式会社集中采购基质沥青。2007 至 2009 年度, 公司向韩国 SK 能源株式会社采购重交沥青的金额分别占当年基质沥青采购总额的比例分别为 58.91%、59.07% 和 55.87%。

### (4) 流动资金不足的风险

按行业惯例, 改性沥青生产企业一般在销售合同签订后至生产前开始备料, 产品销售完成 2 个月后结算货款, 完成 6 个月后收到全部货款的 90-95%, 在全部道路工程完成 1-2 年后, 收到余下 5-10% 货款, 资金结算有一定的周期。同时, 改性沥青生产企业为应对原材料价格波动, 一般会在淡季保持一定原料储备量。由于上述原因, 改性沥青生产企业的资金需求量普遍较大。随着公司市场规模的不断扩大, 资金需求量会不断增加, 公司可能面临流动资金不足的风险。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			