

产品性价比高，未来业务整包模式可期

买入维持

目标价格：44元

投资要点：

- 📖 寻找高性价比的耐高温带将是钢铁公司的一种必然选择
- 📖 业务整包模式很可能是未来输送带行业的一种发展模式
- 📖 未来市场空间巨大

报告摘要：
基于对宝通带业客户(西宁特钢)调研的报告

- **寻找高性价比的耐高温带将是钢铁公司的一种必然选择。**由于二次燃烧的存在，对输送带的损坏力是巨大的，如果输送带的寿命太短，那么更换输送带的频率必然增加，极大的影响钢铁企业生产的流畅，但如果仅考虑使用寿命，对钢铁企业在烧结矿环节的费用控制的挑战是巨大的，所以寻找高性价比的耐高温带将是一种必然。
- **宝通带业耐高温带的性价比居国内第一。**无论从产品质量(宝通带业的耐高温带可保证使用半年以上)，还是从付款条件(允许60天后付款)，宝通带业耐高温带的性价比居国内第一。
- **业务整包模式很可能是未来输送带行业的一种发展模式。**西宁特钢欲与宝通带业未来洽谈业务整包事宜，业务整包模式对公司双方是有利的，可谓共赢，一方面宝通带业可利用其技术深度挖掘，减少钢铁企业的浪费，增加市场份额(包括耐高温带与普通输送带)，另一方面钢铁企业在满足生产经营的同时，降低了成本。
- **未来市场空间巨大。**2010年全国生铁产量预计5.99亿吨，增长28%，按此增长计算，那么目前耐热、耐高温带的市场容量大约在3748万平方米，按耐高温带每平方米40元计算，市场销售额为14.99亿元。公司2010年的耐高温带的销售收入预计为1.31亿元，占理想状态下市场销售额的8.74%，未来市场空间巨大。
- **投资建议。**维持之前的买入评级与44元的目标价。

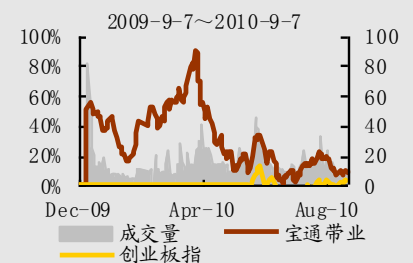
主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	251	277	341	501	763
(+/-%)	27.4 %	10.3%	23.2	46.9%	52.3%
净利润(百万元)	30	48	51	89	148
(+/-%)	8.88%	59.2%	5.7%	74.7%	66.2%
每股收益(元)	0.30	0.48	0.51	0.89	1.48
市盈率(PE)	68	42.9	40.6	23.2	14.0

分析师

张延明/康铁牛/祖广平/柴沁虎

电话：01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现

股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	2211	
20100331	1764	
20091231	1400	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 公司研究 * 技术决定差异化，差异化改变盈利结构 * 300031 * 化工行业 * 张延明》，2010.9

一、调研对象与理由

调研对象：西宁特钢烧结矿厂长(龚总)与设备采购部部长(张总)

调研理由：西宁特钢所使用的全耐高温带均采购自宝通带业

二、调研内容

(一) 耐高温带在钢铁行业中的使用情况

耐高温带在钢铁行业中主要应用于烧结矿环节。烧结是备料过程，是将铁精粉烧结成指定的颗粒，这一过程温度不能太高，也不能太低，过程是虽然自动化，但水份的控制是不太好控制的。

烧结矿刚出业的温度是 1000 度，经过环冷机，冷却矿，降温，如果没有二次燃烧，温度在 230 度，但二次燃烧温度会达到 500-600 度，对输送带的损坏力是巨大的，主要表现在覆盖胶面在高温下起泡，骨架材料中的尼龙线就会漏出来，极大降低输送带寿命。钢铁企业工矿条件对输送带耐高温的要求是比较高的。

一般情况而言，换一次输送需 7 个小时，烧结矿环节全部要停掉，开车时间得 2 个小时，共得 9-10 个小时，生产应对主要有安全储备，最多能停五天。如果输送带的寿命太短，那么更换输送带的频率必然增加，从而极大的影响钢铁企业生产的流畅，但如果仅考虑使用寿命，对钢铁企业在烧结矿环节的费用控制的挑战是巨大的，所以寻找高性价比的耐高温带将是一种必然。

(二) 西宁特钢耐高温带的使用情况

1、所使用耐高温带的基本情况

公司所使用耐高温带的覆盖胶是 6mm，6 层尼龙线，下胶 1.5mm，幅宽是 1M，虽然增加覆盖胶厚度可增加耐高温性，但覆盖胶也不能太厚，因为头尾轮的拉力太大，直径是 800MM 和 530MM。

公司所使用的耐高温带**全部来自于宝通带业**，双方合作始于 2009 年 8 月份，宝通带业耐高温输送带能使用半年时间，以前使用普通耐热带是 2-3 个月，目前全年合同总金额大约在 300-400 万人民币之间。

2、为什么选择宝通带业合作

公司选择宝通带业合作主要有两方面的原因，一方面是公司 2009 年 4 月份工矿条件发生巨大变化，烧结矿高度从原来的 750MM 上升到 1500MM，同时因产量增多，环冷机工作时间缩短，急需性能高的产品替代；另一方面，公司在武钢集团进入参观交流时，询问武钢集团相关负责人获悉，宝通带业生产的耐高温带性能不错，遂与宝通带业联系采购事宜。

3、为什么是宝通带业而不是青岛橡六集团或日本企业

就耐高温输送带而言，由于技术壁垒的存在，产品性能迥异，在相同工矿条件下，使用寿命从 2-3 个月到 1 年以上不等。就国内而言，青岛橡六所生产的耐高温带的的使用寿命最长，但价格相对较贵，同时付款条件相对严苛，一般是款到发货，而宝通带业的产品，性能方面相对普通耐高温带使用寿命增长 2 倍以上，而产品价格相对低廉，总体而言，性价比比较高，同时允许采购商 60 天后付款。日本生产耐高温输送带的企业虽然性能优于国内，但价格更高，所以国内钢铁厂商很少谈及。应该说性价比高是宝通带业的杀手锏，在满足钢铁公司使用的同时，也满足了他们对烧结作业区费用的控制，对于企业而言，对后者的考虑也是十分重要的。

4、未来合作的思路

未来西宁特钢与宝通带业的合作思路是进行**业务整包**，就是将西宁特钢所使用的全套输送带让宝通带业经营，宝通带业发挥其技术优势，深入企业研究，搜集数据进入产品设计，满足西宁特钢的使用。

业务整包模式对公司双方是有利的，可谓共赢，一方面宝通带业可利用其技术深度挖掘，减少钢铁企业的浪费，增加市场份额(包括耐高温带与普通输送带)，另一方面钢铁企业在满足生产经营的同时，降低了成本。

我们认为业务整包模式很可能是未来输送带行业的一种发展模式，是产业化升级与行业兼并条件下的选择。

三、分析与总结

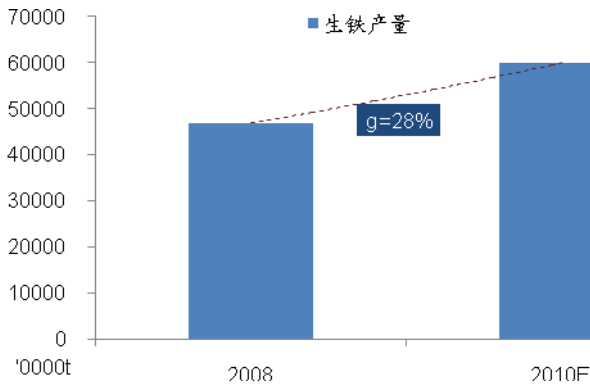
耐高温带市场的容量

2008 年全国耐高温带产量约为 760 万平方米，全国耐热、耐高温带产量共计 2928 万平方米，耐高温带占 26%。

2008 年，全国生铁产量为 4.68 亿吨，2010 年全国生铁产量预计 5.99 亿吨，增长 28%，按此增长计算，那么目前耐热、耐高温带的市场容量大约在 3748 万平方米，按耐高温带每平方米 40 元计算，市场销售额为 14.99 亿元。

公司 2010 年的耐高温带的销售收入预计为 1.31 亿元，占理想状态下市场销售额的 8.74%，未来市场空间巨大，而且公司客户基础比较好，我们认为随着公司产品的逐步推广，每年保证 25% 以上的增长是有保证的。

图 1: 生铁产量



资料来源: Wind

表 1: 部分客户向公司采购额占其输送带总采购额的比重

客户名称	2008 年份额(%)	2007 年份额(%)	2006 年份额(%)
宝钢股份	67	53	41
马鞍山钢铁	51	44	48
济南钢铁	45	40	40
太原钢铁	95	95	80
湘潭钢铁	48	23	20
新余钢铁	55	21	67
杭州钢铁	79	90	77
涟源钢铁	47	34	44
宁波钢铁	65	55	-
亚东水泥	48	46	28
首钢矿业	35	20	22
海螺水泥	38	36	33
华新水泥	68	53	47
红狮水泥	25	33	35
京唐钢铁	22	-	-
广州港	82	85	72
秦皇岛港务局	50	30	20
广西防城港务局	92	15	-
宁波港务局	50	-	-
平均值(%)	56	45	45

资料来源: Wind

附件：财务模型

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	480	719	611	516	营业收入	277	341	537	826
应收款项	94	115	182	279	营业成本	198	257	388	581
存货净额	28	36	54	81	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	6	8	13	19	销售费用	9	10	16	25
流动资产合计	608	878	859	895	管理费用	12	15	23	35
固定资产	75	272	362	437	财务费用	1	(1)	(2)	(3)
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	688	1156	1226	1337	营业利润	56	60	112	189
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	42	54	81	122	利润总额	55	60	112	189
其他流动负债	15	20	29	44	所得税费用	7	9	17	28
流动负债合计	77	94	131	186	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	48	51	95	160
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	77	94	131	186	净利润	48	51	95	160
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
股东权益	611	1062	1095	1151	折旧摊销	7	10	19	27
负债和股东权益总计	688	1156	1226	1337	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	1	(1)	(2)	(3)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(0)	(16)	(52)	(76)
每股收益	0.48	0.51	0.95	1.60	其它	0	1	0	0
每股红利	0.01	0.33	0.62	1.04	经营活动现金流	56	45	62	111
每股净资产	6.11	10.62	10.95	11.51	资本开支	(27)	(206)	(108)	(102)
ROIC	13%	7%	10%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	5%	9%	14%	投资活动现金流	(27)	(206)	(108)	(102)
毛利率	28%	25%	28%	30%	权益性融资	445	433	0	0
EBIT Margin	21%	17%	20%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	20%	24%	26%	支付股利、利息	(1)	(33)	(62)	(104)
收入增长	10%	23%	57%	54%	其它融资现金流	(9)	0	0	0
净利润增长率	59%	6%	86%	69%	融资活动现金流	434	400	(62)	(104)
资产负债率	11%	8%	11%	14%	现金净变动	464	239	(108)	(95)
息率	0.0%	1.6%	3.0%	5.0%	货币资金的期初余额	17	480	719	611
P/E	42.8	40.5	21.8	12.9	货币资金的期末余额	480	719	611	516
P/B	3.4	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	37	(162)	(48)	6
EV/EBITDA	33.2	31.4	17.1	10.6	权益自由现金流	29	(161)	(46)	9

资料来源：公司资料和宏源证券预测

分析师简介:

张廷明: 宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：烟台氨纶、蓝帆股份、山东海龙、沧州明珠、宝通带业、双象股份、双箭股份、禾欣股份、南京化纤、龙星化工等。

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公

司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。