

评级：审慎推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业研究所

练伟 S1080510120011

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

## 宝泰隆（601011.SH）2011年半年报点评

——业绩改善将在下半年

### 事件要点：

宝泰隆发布半年报，2011年上半年公司实现营业收入125,145.86万元，比去年同期增长22.42%；利润总额11,502.26万元，比去年同期下降了11.03%；归属于母公司所有者净利润9,397.08万元，比去年同期下降了9.95%；实现每股收益0.2776元。

### 点评：

**98万吨/年捣固焦项目投产增加公司营业收入：**公司今年98万吨/年的捣固焦项目完全投产后，致使焦炭业务及其副产品业务收入增加，上半年实现营业收入较去年同期增长22.42%。其中焦炭业务收入为8.80亿元，同比增加21.73%；而由于公司生产的甲醇为焦炭生产的副产品焦炉煤气所制，随着焦炭产量的增长从而导致甲醇产量随之上涨，另外由于甲醇价格的大幅上扬，公司甲醇业务的收入达到0.90亿元，较去年同期大增59.18%。

**公司焦炭业务毛利下滑致使盈利受影响：**公司上半年焦炭业务毛利率为3.68%，较去年同期的6.94%下滑3.26个百分点，公司上半年焦炭业务毛利下滑的主要原因是原材料和加工成本比上年同期增长较多所致。公司上半年焦炭的不含税平均销售单价为1,534.89元，较上年同期1,484.65元增长3.38%；而公司焦炭的单位销售成本本期是1,478.46元，较上年同期1,381.73元却增长了7%。

**甲醇业务量虽小，毛利增长明显：**公司今年上半年甲醇业务的毛利率达到了60.38%，较去年同期增长15.62个百分点。公司甲醇业务保持如此高的毛利率主要因为公司甲醇生产的原料为公司焦炭生产的副产品焦炉煤气，而今年上半年毛利率继续上扬的原因，一来是因为甲醇价格的大幅上涨，二来因为本期98万吨/年捣固焦项目全部投入生产使生产甲醇的主要原材料煤气的供应得了保证，使本期甲醇的产量比上年同期增长了53.57%，随着产量的增加，使产品分摊的固定成本减少。

**下半年公司业绩将有所改善：**公司下半年业绩将从以下几个方面有所改善。

- 1、目前焦炭市场行情有所转好，公司下半年焦炭产品毛利率有望回升；
- 2、下半年财务费用由于上半年募集资金的到位，会逐步降低。公司贷款余额从去年年底的101,000万元减至截止2011年7月31日的64,500万元，随着公司上半年募集资金的到位，公司的财务费用将在下半年逐步减少；
- 3、公司在8月份新收购的七台河昌荣煤矿和市中心煤矿二井，在2011年的保底收益合计1400万元，折合每股0.036元。



**投资建议:** 我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年将分别实现每股收益 0.65 元、0.81 元及 1.07 元, 以 8 月 24 日收盘价 17.72 元计, 对应市盈率分别为 27.21、21.99 及 16.50 倍, 维持公司“审慎推荐”评级。

**风险提示:** 未来煤炭价格上涨、焦炭价格下跌将会对公司业绩造成影响。

表 1: 公司主营业务分行业、产品情况表

| 分行业或分产品     | 营业收入           | 营业成本           | 营业利润率 (%) | 营业收入比上年同期增减 (%) | 营业成本比上年同期增减 (%) | 营业利润率比上年同期增减  |
|-------------|----------------|----------------|-----------|-----------------|-----------------|---------------|
| 分行业         |                |                |           |                 |                 |               |
| 煤焦产品        | 987,205,009.41 | 940,024,870.55 | 4.78      | 16.69           | 19.49           | 减少 2.23 个百分点  |
| 化工产品        | 212,760,828.39 | 56,732,912.18  | 73.33     | 52.37           | 64.3            | 减少 1.94 个百分点  |
| 热电产品        | 38,662,573.67  | 34,816,446.59  | 9.95      | 6.62            | 15.23           | 减少 6.72 个百分点  |
| 分产品         |                |                |           |                 |                 |               |
| 焦炭          | 880,272,474.82 | 847,913,467.54 | 3.68      | 21.73           | 25.99           | 减少 3.26 个百分点  |
| 沫煤          | 103,641,568.24 | 88,246,574.58  | 14.85     | -15.64          | -22.36          | 增加 7.37 个百分点  |
| 甲醇          | 89,945,044.45  | 35,639,344.15  | 60.38     | 59.18           | 14.18           | 增加 15.62 个百分点 |
| 焦油          | 12,607,217.10  | 434,490.41     | 96.55     | -69.65          | 0.07            | 减少 2.40 个百分点  |
| 粗苯          | 39,349,939.32  | 4,176,584.87   | 89.39     | 51.27           | 150.51          | 减少 4.20 个百分点  |
| 精制洗油及沥青调和组分 | 67,855,926.54  | 11,321,771.41  | 83.31     | 361.73          | 22,070          | 减少 16.34 个百分点 |
| 电力          | 27,393,005.43  | 27,749,030.01  | -1.3      | 10.03           | 31.38           | 减少 16.46 个百分点 |
| 其他          | 17,563,235.57  | 16,092,966.35  | 8.37      | 43.49           | 56.87           | 减少 7.82 个百分点  |

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

表 2: 公司收购的两煤矿的基本情况

| 矿井名称                 | 煤种    | 资源储量 (万吨) | 可采储量 (万吨) | 规划产能 (万吨/年) | 服务年限 (年) |
|----------------------|-------|-----------|-----------|-------------|----------|
| 七台河市昌荣煤矿             | 1/3 焦 | 61.07     | 39.49     | 4           | 7.59     |
| 七台河市中心煤矿二井 (整合红霞煤矿后) | 焦煤    | -         | 185.8     | 15          | 9.52     |

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所



附：预测报表

| 资产负债表          |                |                |                | 利润表            |                   |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度           | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          | 会计年度              | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>726.9</b>   | <b>2,647.0</b> | <b>3,214.2</b> | <b>3,762.3</b> | <b>一、营业收入</b>     | <b>2,289.6</b> | <b>2,518.8</b> | <b>2,644.7</b> | <b>2,803.4</b> |
| 货币资金           | 50.3           | 1,956.5        | 2,382.4        | 2,899.2        | 减：营业成本            | 1,891.1        | 2,031.5        | 2,092.4        | 2,092.4        |
| 交易性金融资产        | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 营业税金及附加           | 9.2            | 29.5           | 35.9           | 46.3           |
| 应收款项           | 35.5           | 182.9          | 258.3          | 284.3          | 销售费用              | 16.9           | 25.6           | 26.7           | 28.3           |
| 预付款项           | 78.6           | 183.8          | 240.6          | 246.0          | 管理费用              | 71.5           | 88.2           | 92.6           | 98.2           |
| 存货             | 545.9          | 305.9          | 315.0          | 315.0          | 财务费用              | 94.4           | 74.8           | 36.0           | 38.7           |
| 其他流动资产         | 16.6           | 17.8           | 17.8           | 17.8           | 资产减值损失            | 0.9            | 1.8            | 0.8            | 0.5            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,087.3</b> | <b>2,008.6</b> | <b>1,864.6</b> | <b>1,720.6</b> | <b>加：公允价值变动收益</b> | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| 股权投资           | 139.3          | 145.7          | 145.7          | 145.7          | 投资收益              | 33.8           | 46.9           | 47.2           | 47.2           |
| 债权与公允价值资产      | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 其中：联营企业收益         | -1.2           | 19.7           | 47.2           | 47.2           |
| 固定资产           | 1,538.7        | 1,400.6        | 1,250.9        | 1,101.2        | <b>二、营业利润</b>     | <b>239.4</b>   | <b>314.2</b>   | <b>407.5</b>   | <b>546.2</b>   |
| 在建工程           | 140.2          | 179.1          | 184.9          | 190.6          | 加：营业外收入           | 20.8           | 14.8           | 15.2           | 15.7           |
| 油气和生物性资产       | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 减：营业外支出           | 1.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1            |
| 无形及递延性资产       | 189.5          | 197.5          | 197.5          | 197.5          | <b>三、利润总额</b>     | <b>259.1</b>   | <b>328.9</b>   | <b>422.6</b>   | <b>561.8</b>   |
| 其它非流动资产        | 79.5           | 85.7           | 85.7           | 85.7           | 减：所得税费用           | 53.8           | 72.7           | 105.6          | 140.5          |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,814.2</b> | <b>4,655.5</b> | <b>5,078.7</b> | <b>5,482.9</b> | <b>四、净利润</b>      | <b>205.3</b>   | <b>256.3</b>   | <b>316.9</b>   | <b>421.4</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,514.9</b> | <b>1,490.7</b> | <b>1,597.0</b> | <b>1,579.8</b> | <b>归属母公司净利润</b>   | <b>193.9</b>   | <b>252.1</b>   | <b>311.8</b>   | <b>415.7</b>   |
| 短期借款           | 840.0          | 640.0          | 640.0          | 640.0          | 少数股东损益            | 11.4           | 4.2            | 5.1            | 5.7            |
| 应付账款           | 479.3          | 555.9          | 637.1          | 622.0          | <b>五、总股本(百万股)</b> | <b>387.0</b>   | <b>387.0</b>   | <b>387.0</b>   | <b>387.0</b>   |
| 预收帐款           | 201.3          | 221.9          | 254.4          | 259.8          | <b>EPS (元)</b>    | <b>0.50</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.81</b>    | <b>1.07</b>    |
| 其它流动负债         | -5.7           | 72.8           | 65.5           | 58.1           |                   |                |                |                |                |
| <b>非流动负债</b>   | <b>283.5</b>   | <b>248.6</b>   | <b>248.6</b>   | <b>248.6</b>   |                   |                |                |                |                |
| 长期借款           | 170.0          | 140.0          | 140.0          | 140.0          |                   |                |                |                |                |
| 专项及预计负债        | 40.9           | 40.9           | 40.9           | 40.9           |                   |                |                |                |                |
| 其它非流动负债        | 72.6           | 67.7           | 67.7           | 67.7           |                   |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,798.4</b> | <b>1,739.3</b> | <b>1,845.5</b> | <b>1,828.4</b> |                   |                |                |                |                |
| <b>少数股东权益</b>  | <b>30.7</b>    | <b>34.9</b>    | <b>40.0</b>    | <b>45.7</b>    |                   |                |                |                |                |
| 股本             | 290.0          | 387.0          | 387.0          | 387.0          |                   |                |                |                |                |
| 资本公积与其它        | 290.3          | 1,822.4        | 1,822.4        | 1,822.4        |                   |                |                |                |                |
| 留存收益           | 404.8          | 656.8          | 968.6          | 1,384.3        |                   |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>985.1</b>   | <b>2,866.2</b> | <b>3,178.0</b> | <b>3,593.7</b> |                   |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,814.2</b> | <b>4,655.5</b> | <b>5,078.7</b> | <b>5,482.9</b> |                   |                |                |                |                |
| 现金流量表          |                |                |                | 单位:百万元         | 主要财务比率            |                |                |                |                |
| 会计年度           | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          | 会计年度              | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>316.7</b>   | <b>766.3</b>   | <b>420.4</b>   | <b>513.9</b>   | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 净利润            | 205.3          | 256.3          | 316.9          | 421.4          | 营业收入              | 53.5%          | 10.0%          | 5.0%           | 6.0%           |
| 折旧摊销           | 121.9          | 148.8          | 150.5          | 150.2          | 营业毛利              | 115.6%         | 22.3%          | 13.3%          | 28.7%          |
| 财务费用           | 93.2           | 75.8           | 36.0           | 38.7           | 主业盈利              | 164.8%         | 14.3%          | 15.4%          | 35.6%          |
| 投资损失           | -33.8          | -46.9          | -47.2          | -47.2          | 母公司净利             | 57.3%          | 30.0%          | 23.7%          | 33.3%          |
| 营运资金变动         | -70.7          | 333.3          | -35.8          | -49.1          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 其它变动           | 0.8            | -1.0           | 0.0            | 0.0            | 毛利率               | 17.4%          | 19.3%          | 20.9%          | 25.4%          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-329.9</b>  | <b>-194.5</b>  | <b>41.5</b>    | <b>41.5</b>    | 主业盈利/收入           | 13.1%          | 13.7%          | 15.0%          | 19.2%          |
| 资本支出           | -352.6         | -235.0         | -5.7           | -5.7           | ROS               | 9.0%           | 10.2%          | 12.0%          | 15.0%          |
| 长期投资           | 14.0           | 20.1           | 0.0            | 0.0            | ROE               | 19.7%          | 8.8%           | 9.8%           | 11.6%          |
| 其它变动           | 8.7            | 20.4           | 47.2           | 47.2           | ROIC              | 10.1%          | 7.0%           | 7.9%           | 9.5%           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>27.8</b>    | <b>1,334.5</b> | <b>-36.0</b>   | <b>-38.7</b>   | <b>偿债能力</b>       |                |                |                |                |
| 债务融资           | 109.0          | -230.0         | 0.0            | 0.0            | 资产负债率             | 63.9%          | 37.4%          | 36.3%          | 33.3%          |
| 权益融资           | 19.2           | 1,653.3        | 0.0            | 0.0            | 利息保障倍数            | 2.2            | 3.4            | 8.8            | 10.9           |
| 其它变动           | -100.4         | -88.8          | -36.0          | -38.7          | 速动比率              | 0.11           | 1.56           | 1.80           | 2.17           |
| <b>汇率变动影响</b>  | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | 经营现金净额/当期债务       | 0.38           | 1.20           | 0.66           | 0.80           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>14.6</b>    | <b>1,906.2</b> | <b>425.9</b>   | <b>516.7</b>   | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
|                |                |                |                |                | 总资产周转率            | 0.81           | 0.54           | 0.52           | 0.51           |
|                |                |                |                |                | 应收账款天数            | 5.59           | 26.14          | 35.16          | 36.51          |
|                |                |                |                |                | 存货天数              | 103.93         | 54.21          | 54.19          | 54.20          |
|                |                |                |                |                | <b>每股指标(元)</b>    |                |                |                |                |
|                |                |                |                |                | 主业盈利/股本           | 0.78           | 0.89           | 1.03           | 1.39           |
|                |                |                |                |                | 每股经营现金流           | 0.82           | 1.98           | 1.09           | 1.33           |
|                |                |                |                |                | 每股净资产             | 2.47           | 7.32           | 8.11           | 9.17           |
|                |                |                |                |                | <b>估值比率</b>       |                |                |                |                |
|                |                |                |                |                | P/E               | 35.36          | 27.21          | 21.99          | 16.50          |
|                |                |                |                |                | P/B               | 7.19           | 2.42           | 2.19           | 1.93           |
|                |                |                |                |                | P/S               | 3.00           | 2.72           | 2.59           | 2.45           |
|                |                |                |                |                | EV/EBITDA         | 14.57          | 11.30          | 9.38           | 6.72           |

## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数         |

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 [www.firstcapital.com.cn](http://www.firstcapital.com.cn)

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼  
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238  
P.R.China:200120