



## 主营亏损，新的主业即将形成

买入 维持

目标价格：22 元

### 投资要点：

- 上半年公司净利润 3125 万元，同比增长 16%；
- 公司主营业务仍然亏损，投资收益、营业外收入对业绩贡献较大；
- 138 万吨丙烷脱氢及异辛烷项目将成为公司最重要的盈利点。

### 报告摘要：

- **上半年公司净利润同比增长 16%。**根据中报，上半年公司实现销售收入 121886 万元，同比增长 69.6%；实现归属于母公司股东的净利润 3125 万元，同比增幅 16.0%。上半年公司实现每股收益为 0.08 元。
- **主营业务亏损，营业外收入 5400 元。**目前公司主营业务为成品油销售。上半年公司主营业务成本同比增长 71.75%，造成公司综合毛利率比去年同期下降了 1.23 个百分点。另外由于公司职工薪酬、税费等提升，本期管理费用比去年同期增加 2692 万元。本期公司权益法核算的投资收益 4505 万元。以上因素导致公司上半年营业利润-1667 万元。上半年控股子公司诸暨市杭金公路管理有限公司收到赔偿款 5400 万元，计入营业外收入，因此净利润同比仍略有增长。
- **138 万吨丙烷和混和碳四项目明年 1 季度投产，成为公司的新主业。**目前该项目已经完成了绝大部分的工程设计，主要设备部分已经组装、部分在制造中，土建施工完工，配套工程大部分完工，该项目员工总数已近 600 名。预计该项目主要装置在 2014 年 1 季度前可全部建成试产。随着该工程投产，公司将从 10 亿级的小型流通企业，升级为百亿级的大型企业。
- **油品升级将为公司带来巨大的发展机会。**未来公司将以 138 万吨丙烷和混和碳四利用项目为主营业务。本项目异辛烷装置主要产品为工业异辛烷，是理想的清洁汽油高辛烷值添加组分。国内机动车尾气污染治理和油品升级的步伐逐步加快，而国内异辛烷产能十分有限，因此未来油品升级将为公司带来广阔的市场前景。
- **盈利预测。**预计公司 13-15 年净利润分别为 0.65/4.5/6.03 亿元，EPS 分别为 0.17/1.16/1.56/元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,851	1,921	1,800	10,138	11,708
YoY	25%	4%	-6%	463%	15%
净利润	9	5	65	450	603
YoY	-85%	-39%	1110%	589%	34%
EPS	0.02	0.01	0.17	1.16	1.56
PE	673.6	1,097.3	90.7	13.2	9.8

### 中小市值公司研究组

#### 首席分析师：

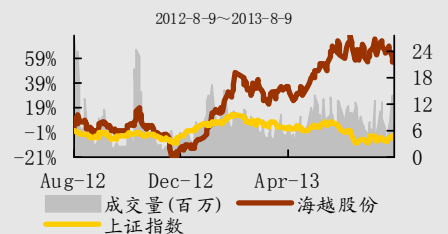
王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

### 市场表现



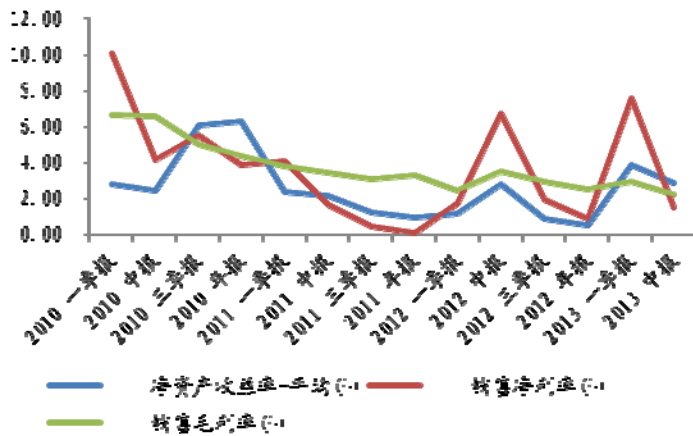
### 相关研究

- 《海越股份：油品升级的首选 化工品中的消费品》 2013-7-15
- 《紫光股份：资产收购协同效应值得期待》 2013-8-7
- 《众生药业：加快营销布局，业绩稳健增长》 2013-8-6
- 《长盈精密：依托竞争优势看好金属外观件》 2013-8-5
- 《宏源证券\*点评报告\*佳都新太：关注资产注入进度和订单情况\*600728\*中小市值\*王凤华、李坤阳》 2013-8-5

《中弘股份：中报下滑，项目结算集中下半年》

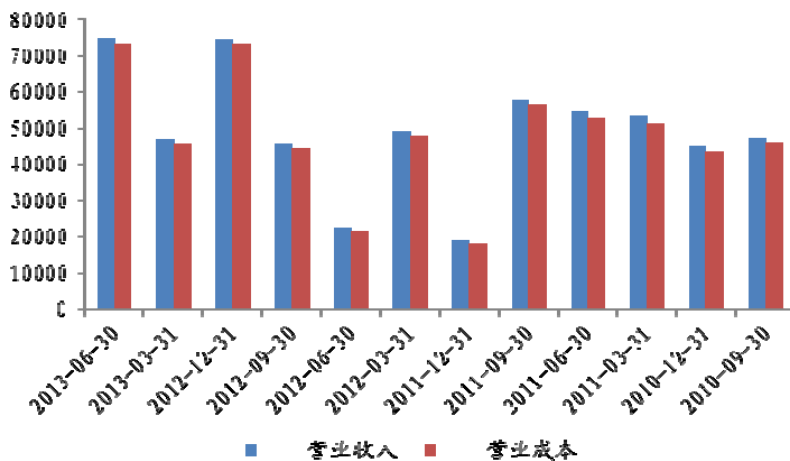
2013-8-5

图 1: 近年公司盈利能力



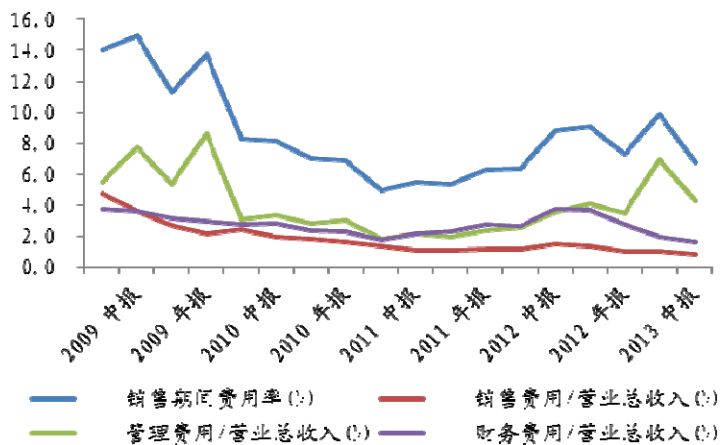
资料来源：宏源证券，公司公告

图 2: 单季度营业收入及营业成本情况 (万元)



资料来源：宏源证券，公司公告

图 3: 公司期间费用率情况



资料来源：宏源证券，公司公告

**表 1: 财务报表预测 (百万元)**

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,921	1,800	10,138	11,708	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	1,873	1,728	8,396	9,560	营业收入增长率	3.8%	-6.3%	463.3%	15.5%
营业税费	5.1	4.7	26.5	30.7	营业利润增长率	2224.8%	-273.2%	1356.7%	34.1%
销售费用	20.3	14.4	233.2	257.6	净利润增长率	-38.6%	1109.6%	588.6%	34.1%
管理费用	67.2	36.0	253.5	269.3	EBITDA 增长率	-54.5%	778.7%	365.3%	27.7%
财务费用	52.8	106.4	101.7	74.3	EBIT 增长率	-87.3%	2914.6%	582.7%	29.2%
资产减值损失	0.6	-0.2	2.2	0.4	NOPLAT 增长率	-119.2%	-1533.5%	582.7%	29.2%
加: 公允价值变动收益	2.1	-	-	-	投资资本增长率	37.5%	61.5%	24.2%	5.8%
投资和汇兑收益	49.1	170.0	50.0	60.0	净资产增长率	16.8%	-7.1%	62.4%	51.5%
营业利润	-47	81	1,175	1,576	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	80	90	-	-	毛利率	2.5%	4.0%	17.2%	18.3%
利润总额	33	171	1,175	1,576	营业利润率	-2.4%	4.5%	11.6%	13.5%
减: 所得税	16	43	294	394	净利率	0.3%	3.6%	4.4%	5.1%
净利润	5	65	450	603	EBITDA/营业收入	1.8%	17.3%	14.3%	15.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EBIT/营业收入	0.3%	10.4%	12.6%	14.1%
货币资金	444	180	1,014	1,940	<b>运营效率</b>				
应收帐款	12	153	861	994	固定资产周转天数	56	158	54	56
应收票据	-	99	278	321	流动营业资本周转天数	3	25	48	77
预付帐款	17	35	119	214	流动资产周转天数	100	123	66	115
存货	85	141	687	783	应收帐款周转天数	1	15	17	28
其他流动资产	31	30	114	129	存货周转天数	17	23	15	23
固定资产	292	1,287	1,748	1,924	总资产周转天数	521	649	167	214
在建工程	881	276	155	91	投资资本周转天数	270	437	107	106
无形资产	419	408	399	390	<b>投资回报率</b>				
其他非流动资产	1,105	599	819	909	ROE	1.2%	10.1%	42.8%	37.9%
资产总额	3,286	3,208	6,194	7,695	ROA	0.5%	4.0%	14.2%	15.4%
短期债务	460	553	579	514	ROIC	-0.8%	8.4%	35.5%	37.0%
应付帐款	90	76	368	419	<b>费用率</b>				
应付票据	-	5	23	26	销售费用率	1.1%	0.8%	2.3%	2.2%
其他流动负债	125	146	252	375	管理费用率	3.5%	2.0%	2.5%	2.3%
长期借款	927	927	927	927	财务费用率	2.7%	5.9%	1.0%	0.6%
其他非流动负债	278	254	1,921	2,235	三费/营业收入	7.3%	8.7%	5.8%	5.1%
负债总额	1,920	1,999	4,193	4,634	<b>偿债能力</b>				
少数股东权益	332	394	826	1,405	资产负债率	58%	61%	67%	60%
股本	386	386	386	386	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
留存收益	649	489	848	1,331	EPS (元)	0.01	0.17	1.16	1.56
股东权益	1,366	1,269	2,061	3,122	BVPS (元)	3.54	3.29	5.34	8.09
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	PE (X)	1,097.32	90.71	13.17	9.83
经营活动产生现金流量	87	-135	1,507	1,490	PB (X)	4.33	4.67	2.87	1.90
投资活动产生现金流量	-574	49	-508	-304	P/S	3.08	3.29	0.58	0.51
融资活动产生现金流量	654	-239	-165	-261	EV/EBITDA	184.83	24.85	5.54	4.18

资料来源: 宏源证券, 公司公告

### 作者简介:

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012 年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、围海股份、山大华特等。

### 机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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

### 免责条款:

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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。