



净利润微增，多元化布局将打开业绩增长空间

2014年04月15日

强烈推荐/维持

宝利沥青

财报点评

——宝利沥青（300135）报点评

杨伟	分析师	执业证书编号: S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034	

事件:

公司发布2013年年报，实现营业收入21.14亿元，同比微降3.51%，归属于上市公司股东的净利润9545万元，同比微增5.73%，每股收益0.186元。同时公告吉林省高等级公路养护有限公司拟向公司全资子公司吉林宝利增资2800万元，并由吉林宝利收购其相关资产。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	469.41	879.79	757.83	90.27	513.26	912.15	598.11
增长率（%）	62.76%	123.94%	143.85%	7.95%	9.34%	3.68%	-21.08%
毛利率（%）	18.92%	13.52%	8.84%	21.39%	19.86%	14.58%	12.83%
期间费用率（%）	7.60%	4.85%	10.11%	20.40%	6.51%	6.47%	14.21%
营业利润率（%）	9.21%	5.99%	0.33%	8.58%	9.50%	4.60%	3.25%
净利润（百万元）	38.48	43.87	2.00	5.95	41.22	32.23	14.97
增长率（%）	54.55%	82.22%	-47.29%	0.29%	7.12%	-26.53%	649.08%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.14	0.01	0.02	0.08	0.06	0.03
资产负债率（%）	46.28%	56.39%	28.27%	50.51%	54.47%	59.23%	50.33%
净资产收益率（%）	3.81%	4.16%	0.19%	0.55%	3.79%	2.88%	1.32%
总资产收益率（%）	2.04%	1.81%	0.13%	0.27%	1.73%	1.17%	0.65%

观点:

- 订单推迟执行与资产减值导致业绩低于经营计划。公司13年在湖南、四川、陕西等地签订了大额沥青供销合同，整体订单量较12年有显著增长，但实现业绩低于公司12年年报中营业收入27亿元、营业成本控制在25.7亿元以下的经营计划，主要系湖南等地在施工旺季持续降雨，导致部分订单推迟到14年执行所致。同时应收账款同比大幅增长92.71%，计提坏账导致资产减值增幅较大，也是影响净利润增幅较小的主要因素。
- 沥青毛利率同比提升。公司在主要原料基质沥青价格上涨之前即以完成储备，使主要产品通用改性沥青毛利率同比提高4.72个百分点；上市以来推广的高强度结构沥青料与废橡胶改性沥青市场遇阻，毛利率同比下降；整体销售毛利率为15.66%，同比提高2.41个百分点，净利率4.46%，同比提高0.34个百分点。

- 传统沥青业务 14 年将稳定增长, 但上升空间有限。国家高速公路网的快速建设带动沥青市场需求, 公司自上市以来陆续在陕西、吉林、湖南、四川、新疆、西藏设立分公司, 销量将稳定增长, 此次收购吉林公路公司可向下延伸产业链, 同时提高在吉林的沥青市占率。预计公司 14 年沥青业务贡献业绩稳定增长, 但中东部地区高速公路建设趋于成熟, 沥青业务未来发展空间受限。
- 14 年开启多元化进程, 向能源与环保行业进军。公司近半年以来实施多元化动作频繁: 设立新疆宝利石化, 受益于油气改革、大幅增厚业绩; 看中天然气消费增长空间, 计划收购天然气运营资产, 4 月 8 日公告收购一同环保 100% 股权, 且后续仍可能有进一步的收购动作。公司未来打造沥青+油气+环保产业链的规划清晰, 启动多元化进程可使产业结构得到优化, 实现跨越式发展。

结论:

公司传统沥青业务市占率逐步提升, 实施多元化布局将打开业绩增长空间。油气与环保行业市场广阔, 公司应享有估值溢价。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.27、0.34 元, 目前股价对应 PE26 倍、21 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

项目建设进度滞后的风险; 收购核准的风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产合计	1135	1656	1317	1553	1783	营业收入	2191	2114	2632	3060	3496				
货币资金	567	270	526	612	699	营业成本	1900	1783	2254	2620	2994				
应收账款	359	692	433	503	575	营业税金及附加	6	7	8	8	9				
其他应收款	24	29	36	41	47	营业费用	15	20	26	31	35				
预付款项	27	39	84	124	154	管理费用	116	131	145	162	178				
存货	63	105	105	122	139	财务费用	43	45	40	37	46				
其他流动资产	13	24	24	24	24	资产减值损失	6.45	29.73	5.00	5.00	5.00				
非流动资产合计	359	630	699	747	791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	19.63	20.00	20.00	20.00				
固定资产	196.01	310.56	333.62	367.87	407.27	营业利润	104	118	175	218	249				
无形资产	38	48	43	39	34	营业外收入	3.78	1.81	4.00	5.00	6.00				
其他非流动资产	23	6	0	0	0	营业外支出	5.16	6.36	5.00	5.00	5.00				
资产总计	1493	2286	2016	2300	2574	利润总额	103	113	174	218	250				
流动负债合计	366	1114	783	990	1176	所得税	13	19	29	37	42				
短期借款	242	797	577	754	909	净利润	90	94	145	181	208				
应付账款	50	161	123	144	164	少数股东损益	0	-1	7	7	7				
预收款项	1	6	6	6	6	归属母公司净利润	90	95	138	174	202				
一年内到期的非流	30	56	0	0	0	EBITDA	170	193	254	302	346				
非流动负债合计	56	36	36	36	36	BPS (元)	0.28	0.19	0.27	0.34	0.39				
长期借款	56	34	34	34	34	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E					
负债合计	422	1150	819	1026	1212	成长能力									
少数股东权益	14	15	22	28	35	营业收入增长	95.6%	-3.5%	24.5%	16.3%	14.2%				
实收资本(或股本)	320	512	512	512	512	营业利润增长	62.2%	13.2%	48.4%	24.4%	14.6%				
资本公积	483	291	291	291	291	归属于母公司净利润	57.6%	5.7%	44.6%	26.4%	15.6%				
未分配利润	224	282	289	297	307	获利能力									
归属母公司股东权	1057	1120	1176	1245	1326	毛利率 (%)	13%	16%	14%	14%	14%				
负债和所有者权	1493	2286	2016	2300	2574	净利率 (%)	4%	4%	6%	6%	6%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	6%	4%	7%	8%	8%				
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		ROE (%)	9%	9%	12%	14%	15%				
经营活动现金流	207	-566	753	130	178	偿债能力									
净利润	90	94	145	181	208	资产负债率 (%)	28%	50%	41%	45%	47%				
折旧摊销	23.44	30.21	39.85	47.12	51.19	流动比率	3.10	1.49	1.68	1.57	1.52				
财务费用	43	45	40	37	46	速动比率	2.92	1.39	1.55	1.45	1.40				
应付帐款的变化	0	0	-38	20	20	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.51	1.12	1.22	1.42	1.43				
投资活动现金流	-65	-160	-95	-80	-80	应收账款周转率	6	4	5	7	6				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	39.54	20.02	18.50	22.92	22.73				
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	0	20	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.19	0.27	0.34	0.39				
筹资活动现金流	-135	463	-401	35	-11	每股净现金流(最新)	0.03	-0.52	0.50	0.17	0.17				
短期借款	242	797	577	754	909	每股净资产(最新摊)	3.30	2.19	2.30	2.43	2.59				
长期借款	56	34	34	34	34	估值比率									
普通股增加	160	192	0	0	0	P/E	25.00	37.63	25.96	20.54	17.77				
资本公积增加	-160	-192	0	0	0	P/B	2.12	3.20	3.05	2.88	2.70				
现金净增加额	8	-264	256	86	87	EV/EBITDA	11.74	21.76	14.42	12.47	11.05				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士, 2010 年加盟东兴证券研究所, 三年化工行业工作经验, 现从事化工行业 (煤化工/化肥/民爆/石油化工等) 研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。