

IP0项目投产、定增项目募投带领公司转型升级清洁能源领域

——宝泰隆（601011）调研快报

2014年10月13日

推荐/首次

宝泰隆

调研快报

关注 1：公司循环经济产业链将各阶段产品“吃干榨净”

近年来煤焦化产业低迷，盈利下降明显，而公司依靠其“优质炼焦煤资源→产品→废弃物→再利用”的循环经济产业模式依然保持盈利。公司自有开采和采购来的原煤通过洗煤加工，主产品精煤进行焦化生产冶金焦和化工焦；副产品粗苯、萘油进行外销；生产焦炭的余热以及洗煤副产品煤泥、煤矸石等进行发电供公司内部使用，剩余电量上网销售；电厂余热可供公司生活区和七台河三个小区供热，电厂锅炉的废渣则用于生产建筑材料；炼焦产生的焦炉煤气制取甲醇，此过程的驰放气可经过变压吸附制取氢气，炼焦副产品煤焦油利用自产氢气催化加氢生产燃料油品；此外炼焦的副产物煤焦油沥青也可再次焦化煅烧生产针状焦。

关注 2：IP0 项目预计明年春节后投产，盈利可期

公司 IP0 首发募投项目“30 万吨/年煤焦油深加工”项目现在已基本建设完毕，处于调试和试生产阶段，加上公司处于东北极寒地带，11 月份开始进入冬歇，预计 15 年春节后开始生产。该项目利用煤焦化副产品煤焦油，通过加氢催化生产汽、柴油等燃料油品。此项目的盈利点主要体现在三个方面：1）通过煤焦油预处理，先期提炼出粗苯、萘油等重要化工原料，进行外销，提高产业链经济价值；2）公司原有煤焦油加氢项目采用全馏分加氢，目前工艺不成熟，催化效率低，转化率仅为 40%，而进行预处理过的煤焦油，可以采取切尾馏分加氢，转化率提高至 95%，该产品不含石蜡因而油品凝点可达-50℃甚至更低，解决了燃油低凝问题，可满足高寒地带的军工、科考需求；3）副产品沥青可转化生产出经济价值更高的针状焦，其主要用于制造高功率和超高功率石墨电极，目前国内使用的针状焦主要依靠进口，供应缺口大。此项目的投产将使煤炭资源最大化利用，降低产品生产成本，提高经济附加值，加强了公司的核心竞争力。

关注 3：定增募投 30 万吨稳定轻烃项目，公司布局转型清洁能源

今年 4 月公司公告进行定增募投“30 万吨稳定轻烃”项目，该项目包括利用焦化副产品焦炉煤气来生产 60 万吨/年的甲醇装置及

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

王逸萌

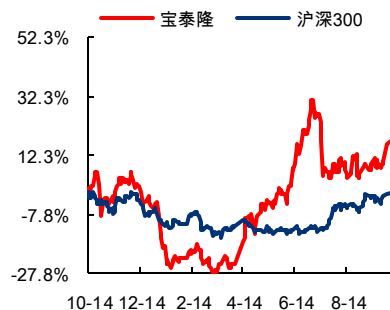
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元） | 12.31-10.2 |
| 总市值（亿元） | 47.64 |
| 流通市值（亿元） | 47.64 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 38700/38700 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 1.33 |

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

下游的 30 万吨/年甲醇制稳定轻烃装置、约 4 万吨/年液化石油气 (LPG) 和液化天然气 (LNG) 以及约 3.4 万吨/年的重油装置。甲醇生产的稳定轻烃无硫、无固体杂质,是具有高稳定性的清洁汽油,大大优于国四汽油标准,可对传统 93 号汽油进行调和,升级普通 93 号汽油质量。此次公司对其传统煤焦化业务再次转型升级,积极布局清洁能源产业,以应对日益紧张的能源供应和环保需求。公司本次拟非公开发行股票数量不超过 16000 万股,募集资金总额不超过 180000 万元。目前,公司已利用部分自有资金先期开展建设工作,平整厂房土地,购买进口设备等,若募资顺利,项目预计 16 年投产,盈利可实现再次提升。

我们认为,公司除了其一直秉持的循环经济产业链理念优势以外,还具有以下几方面优势: 1) 公司拥有优质煤炭资源: 公司位于黑龙江省七台河市,焦煤资源丰富,适合采用先煤气化、再液化的技术路线。2) 采用的技术路线既先进又较为成熟: 公司自主研发的专利技术不仅自己使用,而且出售给其他煤焦化企业,可形成示范效应,易于国家标准制定的推行。3) 水、电资源丰富且廉价: 七台河市水资源丰富,是煤炭产业不可缺少的; 煤泥、矸石、余热发电供给自用,成本优势巨大。4) 产业布局清洁能源: 我国是典型的富煤贫油型能源结构,也是石油消费大国,而 IPO 及本次定增项目带领公司转型升级,由传统煤焦化产业转为汽、柴油等长期稳定市场需求产品的生产。5) 政策优势明显: “振兴东北老工业基地”政策将为公司带来一轮政策红利。

风险提示: 循环经济产业链的弊端在于一旦缺乏原料,整个产业也将停工待产,目前焦化行业景气度下降,副产物煤焦油产量严重下降,公司自有高温煤焦油产能 5 万吨,需采购 25 万吨来满足生产需求,目前公司已通过扩大采购半径、进行中低温煤焦油技术调试以满足生产需要。

结论:

公司是集煤炭开采、洗选加工、炼焦、化工、发电、供热于一体的新型煤炭资源综合利用的大型股份制企业。公司的焦炭发产品都在循环产业链内继续深加工,生产成本低,化工产品毛利率高。首发募投项目的投产和定增项目的落实将逐步完善和提升循环经济产业链,丰富了产品种类,覆盖了煤炭、有机化工、石油化工等行业,弱化了传统行业的强周期性,并且公司可根据市场情况调节生产线。我们预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 0.26 元、0.37 元和 0.52 元,对应 PE 分别为 46X、32X、23X。首次关注给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | 单位: 百万元 | | | 利润表 | | | 单位: 百万元 | | |
|----------|---------|-------|---------|-------|-------|--------------|--------|---------|----------|-------|-------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产合计 | 1421 | 1480 | 1312 | 1464 | 1626 | 营业收入 | 2259 | 1892 | 2024 | 2293 | 2576 |
| 货币资金 | 462 | 246 | 405 | 459 | 515 | 营业成本 | 1887 | 1581 | 1645 | 1823 | 2013 |
| 应收账款 | 68 | 150 | 166 | 188 | 212 | 营业税金及附加 | 9 | 13 | 10 | 11 | 13 |
| 其他应收款 | 11 | 9 | 9 | 11 | 12 | 营业费用 | 27 | 17 | 20 | 23 | 26 |
| 预付款项 | 66 | 40 | 40 | 40 | 40 | 管理费用 | 170 | 169 | 182 | 206 | 232 |
| 存货 | 620 | 975 | 631 | 699 | 772 | 财务费用 | 131 | 143 | 57 | 65 | 49 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 1.22 | 4.87 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 非流动资产合计 | 3702 | 3865 | 3526 | 3253 | 2981 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 650 | 659 | 600 | 600 | 600 | 投资净收益 | 34.46 | 26.77 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 固定资产 | 1901 | 1796 | 2203 | 1979 | 1756 | 营业利润 | 68 | -9 | 108 | 164 | 243 |
| 无形资产 | 540 | 517 | 466 | 414 | 362 | 营业外收入 | 32.73 | 25.55 | 26.00 | 26.00 | 26.00 |
| 其他非流动资产 | 87 | 112 | 112 | 112 | 112 | 营业外支出 | 1.50 | 2.15 | 1.80 | 1.80 | 1.80 |
| 资产总计 | 5122 | 5345 | 4838 | 4718 | 4608 | 利润总额 | 100 | 15 | 133 | 189 | 267 |
| 流动负债合计 | 1154 | 1321 | 1738 | 1520 | 1269 | 所得税 | 26 | 7 | 33 | 47 | 67 |
| 短期借款 | 665 | 740 | 1282 | 1039 | 763 | 净利润 | 74 | 8 | 99 | 141 | 200 |
| 应付账款 | 77 | 297 | 225 | 250 | 276 | 少数股东损益 | 1 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 归属母公司净利润 | 73 | 12 | 99 | 141 | 200 |
| 一年内到期的非 | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 382 | 306 | 438 | 502 | 564 |
| 非流动负债合计 | 1070 | 1115 | 120 | 120 | 120 | EPS (元) | 0.19 | 0.03 | 0.26 | 0.37 | 0.52 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 989 | 991 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 负债合计 | 2223 | 2435 | 1858 | 1639 | 1389 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 101 | 92 | 92 | 92 | 92 | 营业收入增长 | -20.0% | -16.2% | 7.0% | 13.3% | 12.3% |
| 实收资本 (或股 | 387 | 387 | 387 | 387 | 387 | 营业利润增长 | -71.2% | -112.7% | -1343.2% | 51.6% | 47.7% |
| 资本公积 | 1780 | 1780 | 1780 | 1780 | 1780 | 归属于母公司净利润 | -65.9% | -83.9% | 752.7% | 42.2% | 41.6% |
| 未分配利润 | 566 | 578 | 617 | 674 | 754 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 2798 | 2818 | 2867 | 2966 | 3106 | 毛利率 (%) | 16% | 16% | 19% | 21% | 22% |
| 负债和所有者权 | 5122 | 5345 | 4817 | 4697 | 4587 | 净利率 (%) | 3% | 0% | 5% | 6% | 8% |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润 (%) | 1% | 0% | 2% | 3% | 4% |
| | | | | | | ROE (%) | 3% | 0% | 3% | 5% | 6% |
| 经营活动现金流 | 52 | 229 | 674 | 405 | 442 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 74 | 8 | 99 | 141 | 200 | 资产负债率 (%) | 43% | 46% | 39% | 35% | 30% |
| 折旧摊销 | 183 | 172 | 273 | 272 | 272 | 流动比率 | 1.23 | 1.12 | 0.75 | 0.96 | 1.28 |
| 财务费用 | 131 | 143 | 57 | 65 | 49 | 速动比率 | 0.69 | 0.38 | 0.39 | 0.50 | 0.67 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -71 | 24 | 26 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.46 | 0.36 | 0.40 | 0.48 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | -1133 | -323 | 78 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 37 | 17 | 13 | 13 | 13 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 15.03 | 10.13 | 7.75 | 9.65 | 9.80 |
| 长期投资 | 650 | 659 | 600 | 600 | 600 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | 34 | 27 | 1 | 1 | 1 | 1每股收益 (最新摊薄) | 0.19 | 0.03 | 0.26 | 0.37 | 0.52 |
| 筹资活动现金流 | 780 | -122 | -594 | -351 | -386 | 每股净现金流 (最新 | -0.78 | -0.56 | 0.41 | 0.14 | 0.15 |
| 短期借款 | 665 | 740 | 1282 | 1039 | 763 | 每股净资产 (最新摊 | 7.23 | 7.28 | 7.41 | 7.66 | 8.03 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 61.79 | 391.33 | 45.69 | 32.13 | 22.69 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.62 | 1.61 | 1.58 | 1.53 | 1.46 |
| 现金净增加额 | -301 | -215 | 158 | 54 | 57 | EV/EBITDA | 15.13 | 19.68 | 12.37 | 10.21 | 8.49 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，6 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014 年 6 月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

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。