

# 盈利能力好转，募投项目明年可期

——宝泰隆（601011）三季度财报点评

2014 年 10 月 29 日

推荐/维持

宝泰隆

财报点评

|     |                    |                       |  |
|-----|--------------------|-----------------------|--|
| 杨若木 | 分析师                | 执业证书编号：S1480510120014 |  |
|     | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66554032          |  |
| 王逸萌 | 联系人                |                       |  |
|     | wangym@dxzq.net.cn | 010-66554039          |  |

## 事件：

公司于 10 月 29 日公布了三季度业绩：前三季度营业收入为 13.77 亿元，同比减少 0.73%，实现归属于上市公司股东的净利润 5442 万元，同比增加 223.12%。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2013Q1   | 2013Q2  | 2013Q3  | 2013Q4   | 2014Q1   | 2014Q2  | 2014Q3   |
|------------|----------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 486.68   | 379.49  | 521.42  | 504.39   | 406.71   | 501.76  | 468.93   |
| 增长率（%）     | -29.08%  | -41.20% | 2.50%   | 20.56%   | -16.43%  | 32.22%  | -10.07%  |
| 毛利率（%）     | 9.51%    | 24.88%  | 5.41%   | 28.13%   | 25.12%   | 23.17%  | 24.12%   |
| 期间费用率（%）   | 18.20%   | 20.85%  | 15.82%  | 15.56%   | 17.06%   | 21.15%  | 24.35%   |
| 营业利润率（%）   | -10.40%  | 3.15%   | -10.86% | 17.16%   | 5.05%    | 1.58%   | -1.32%   |
| 净利润（百万元）   | -39.32   | 41.00   | -48.74  | 54.64    | 22.37    | 9.17    | 18.65    |
| 增长率（%）     | -222.22% | -42.73% | 994.46% | -313.56% | -156.88% | -77.63% | -138.27% |
| 每股盈利（季度，元） | -0.09    | 0.10    | -0.12   | 0.14     | 0.06     | 0.03    | 0.05     |
| 资产负债率（%）   | 42.59%   | 43.34%  | 44.33%  | 45.56%   | 45.13%   | 45.12%  | 47.98%   |
| 净资产收益率（%）  | -1.37%   | 1.41%   | -1.71%  | 1.88%    | 0.76%    | 0.31%   | 0.63%    |
| 总资产收益率（%）  | -0.79%   | 0.80%   | -0.95%  | 1.02%    | 0.42%    | 0.17%   | 0.33%    |

## 观点：

- 公司三季度以来实现扭亏。公司前三季度营业收入同比略有下降0.73%，但营业总成本同比下降8.62%，实现营业利润2228万元，与去年同时期的-9526万元相比增加123.39%。同时营业外收入为4452万元，主要包括固定资产处置利得、政府补助、合并收益、减免增值税款等，与去年同期的4498万元变化不大。再加上非经常性损益项目同比相当，可以看出公司今年以来已扭亏为盈，实现扣非后归母净利润为2039万元，同比增加126.71%。单从三季度来看，公司实现营业收入4.69亿元，同比下降10.07%，营业利润-619万元，同比增长89.07%。从前三年数据来看，公司三季度都出现了营业利润负数的情况，可能是自有经营周期决定的。
- 原料煤价格下跌、运费结算方式改变使毛利率大幅提高。从毛利率来看，公司前三季度毛利率为24.07%，同比增长高达11.9个百分点。原因有三，一是原料煤价格下跌，加上前期高价库存已消耗完，使得公司

生产成本下降；二是甲醇等产品市场销售良好，量价齐升；三是公司部分焦炭销售运费结算采用一票制包干结算，运费体现在焦炭销售收入里，而计在销售费用中。公司期间费用率同比上升3个百分点，其中销售费用率同比上升了4.61个百分点，管理费用率同比降低了1.65个百分点，财务费用率同比略涨了0.05个百分点。综合来看，公司销售净利率同比提高了7.03个百分点达到3.64%。

- **IPO项目明年投产，盈利可期。**公司“30万吨/年煤焦油深加工”项目现处于调试阶段，预计明年春节后开始生产。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）先期提炼出粗苯、萘油等重要化工原材料，进行外销，提高产业链经济价值；2）预处理过的煤焦油采取切尾馏分加氢，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。

**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。我们看好明年三月开始投产的煤焦油深加工业务, 调整盈利预测, 预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 0.19 元、0.44 元和 0.68 元, 对应 PE 分别为 61X、26X、17X, 维持“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  | 1289  | 1461   | 1911   | 营业收入       | 2259   | 1892   | 1881   | 2196   | 2495  |
| 货币资金      | 462   | 246   | 452   | 527    | 889    | 营业成本       | 1887   | 1581   | 1506   | 1666   | 1805  |
| 应收账款      | 68    | 150   | 155   | 180    | 205    | 营业税金及附加    | 9      | 13     | 9      | 11     | 12    |
| 其他应收款     | 11    | 9     | 9     | 10     | 12     | 营业费用       | 27     | 17     | 108    | 126    | 144   |
| 预付款项      | 66    | 40    | 40    | 40     | 40     | 管理费用       | 170    | 169    | 168    | 196    | 222   |
| 存货        | 620   | 975   | 578   | 639    | 692    | 财务费用       | 131    | 143    | 27     | 5      | -6    |
| 其他流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 资产减值损失     | 1.22   | 4.87   | 4.00   | 4.00   | 4.00  |
| 非流动资产合计   | 3702  | 3865  | 3514  | 3230   | 2946   | 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  | 14.00  | 14.00  | 14.00 |
| 固定资产      | 1901  | 1796  | 2214  | 1981   | 1749   | 营业利润       | 68     | -9     | 73     | 202    | 328   |
| 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   | 2.00   | 1.80   | 1.80  |
| 资产总计      | 5122  | 5345  | 4803  | 4691   | 4857   | 利润总额       | 100    | 15     | 97     | 226    | 352   |
| 流动负债合计    | 1154  | 1321  | 728   | 498    | 478    | 所得税        | 26     | 7      | 24     | 57     | 88    |
| 短期借款      | 665   | 740   | 290   | 38     | 0      | 净利润        | 74     | 8      | 72     | 170    | 264   |
| 应付账款      | 77    | 297   | 206   | 228    | 247    | 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     | 72     | 170    | 264   |
| 一年内到期的非流  | 50    | 0     | 0     | 0      | 0      | EBITDA     | 382    | 306    | 384    | 491    | 606   |
| 非流动负债合计   | 1070  | 1115  | 1115  | 1115   | 1115   | BPS（元）     | 0.19   | 0.03   | 0.19   | 0.44   | 0.68  |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 主要财务比率     |        |        |        |        |       |
| 应付债券      | 989   | 991   | 991   | 991    | 991    |            |        |        |        |        |       |
| 负债合计      | 2223  | 2435  | 1842  | 1612   | 1593   | 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% | -0.6%  | 16.7%  | 13.6% |
| 实收资本(或股本) | 387   | 387   | 387   | 387    | 387    | 营业利润增长     | -71.2% | -112.7 | -932.1 | 178.4% | 62.3% |
| 资本公积      | 1780  | 1780  | 1780  | 1780   | 1780   | 归属于母公司净利润  | -65.9% | -83.9% | 520.9% | 134.3% | 55.6% |
| 未分配利润     | 566   | 578   | 607   | 674    | 780    | 获利能力       |        |        |        |        |       |
| 归属母公司股东权  | 2798  | 2818  | 2848  | 2966   | 3151   | 毛利率(%)     | 16%    | 16%    | 20%    | 24%    | 28%   |
| 负债和所有者权   | 5122  | 5345  | 4782  | 4671   | 4836   | 净利率(%)     | 3%     | 0%     | 4%     | 8%     | 11%   |
| 现金流量表     |       |       |       |        | 单位:百万元 | 总资产净利润(%)  |        |        |        |        |       |
|           | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E  | 2016E  | ROE(%)     |        |        |        |        |       |
| 经营活动现金流   | 52    | 229   | 670   | 373    | 464    | 偿债能力       |        |        |        |        |       |
| 净利润       | 74    | 8     | 72    | 170    | 264    | 资产负债率(%)   | 43%    | 46%    | 39%    | 35%    | 33%   |
| 折旧摊销      | 183   | 172   | 284   | 284    | 284    | 流动比率       | 1.23   | 1.12   | 1.77   | 2.94   | 4.00  |
| 财务费用      | 131   | 143   | 27    | 5      | -6     | 速动比率       | 0.69   | 0.38   | 0.98   | 1.65   | 2.55  |
| 应付帐款的变化   | 0     | 0     | -91   | 22     | 19     | 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   | 0.37   | 0.46   | 0.52  |
| 投资活动现金流   | -1133 | -323  | 88    | 10     | 10     | 应收账款周转率    | 37     | 17     | 12     | 13     | 13    |
| 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 应付账款周转率    | 15.03  | 10.13  | 7.48   | 10.11  | 10.50 |
| 长期投资      | 650   | 659   | 600   | 600    | 600    | 每股指标(元)    |        |        |        |        |       |
| 投资收益      | 34    | 27    | 14    | 14     | 14     | 每股收益(最新摊薄) | 0.19   | 0.03   | 0.19   | 0.44   | 0.68  |
| 筹资活动现金流   | 780   | -122  | -553  | -308   | -112   | 每股净现金流(最新  | -0.78  | -0.56  | 0.53   | 0.19   | 0.94  |
| 短期借款      | 665   | 740   | 290   | 38     | 0      | 每股净资产(最新摊  | 7.23   | 7.28   | 7.36   | 7.67   | 8.14  |
| 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        | 59.89  | 379.33 | 60.82  | 25.96  | 16.68 |
| 资本公积增加    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | P/B        | 1.57   | 1.56   | 1.55   | 1.48   | 1.40  |
| 现金净增加额    | -301  | -215  | 205   | 75     | 362    | EV/EBITDA  | 14.76  | 19.22  | 13.63  | 9.99   | 7.44  |

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法律责任。

## 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。