

2021年03月05日

宝丰能源 (600989)

——焦炭上行兑现业绩，内蒙烯烃项目有序推进

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：

- **公司公告：**公司发布业绩快报，2020年实现营业收入159.28亿 (YoY +17.4%)，归母净利润为46.23亿 (YoY +21.6%)，扣非后归母净利润为48.47亿 (YoY +24.0%)；其中四季度实现营业收入46.29亿 (YoY +21.1%，QoQ +22.5%)，归母净利润14.71亿 (YoY +51.8%，QoQ +38.8%)，扣非后归母净利润15.27亿 (YoY +34.4%，QoQ +21.8%)，符合我们的预期。
- **焦炭盈利环比扩张，煤炭价格上行影响公司当期烯烃盈利。**公司四季度焦炭及煤制烯烃板块装置运行正常，整体维持满产满销状态。焦炭方面，自有红四煤矿于2020年7月获采矿许可证并进入试生产阶段，公司焦煤理论自给率70%以上，上游成本自主可控，同时受益国内行业供给侧改革驱动，四季度华东焦炭不含税市场价环比上涨11.3%，即上涨184元/吨至1808元/吨。煤制烯烃方面，四季度动力煤价格环比上涨在一定程度上压缩了公司煤制烯烃板块的盈利能力，我们计算公司四季度聚乙烯、聚丙烯制造成本分别为3424元/吨、3389元/吨，HDPE-4.5*动力煤价差环比收缩381元/吨至5453元/吨，PP(K8003)-4.5*动力煤价差环比扩大225元/吨至5673元/吨。
- **宁东项目有序建设中，成本优势依旧。**公司预计2021年底投产300万吨焦炭项目，宁东三期50万吨/年煤制烯烃&50万吨/年C2-C5综合利用制烯烃项目于2020年9月开工建设，预计于2022年底完全达产，项目建设有序推进。公司宁东能源基地将焦炭副产焦炉煤气与粉煤合成气结合，以此调节合成气碳氢比，显著降低装置的综合生产成本，突出循环经济产业链统一规划的优势。在建项目将依旧发挥公司技术及产业链统筹规划优势，同时宁东三期采用DMTO-III技术，有望进一步提升装置成本竞争力。
- **鄂尔多斯项目二期获乌审旗核准，项目稳步推进中。**公司鄂尔多斯一期260万吨煤制烯烃项目已于前期获得建设及水权指标等相关批复，二期140万吨煤制烯烃项目已获鄂尔多斯政府同意使用鄂尔多斯国家现代煤化工产业示范总体规划中烯烃指标。公司鄂尔多斯4*100万吨煤制烯烃项目环保已提交环境部审批，整体按照2022年底建成预案推进。项目投产后公司将拥有700万吨焦炭及620万吨煤制烯烃，为当前煤制烯烃产能的5倍，预计盈利能力将显著提升。
- **投资建议：**我们下调公司2020净利润为46.23亿元 (原为48.60亿元)，并假设公司在建项目如期投产，同时供给侧改革持续推动焦炭价格上涨，聚烯烃价格受油价支撑上行，上调2021-2022年净利润预测为64.02亿元、73.51亿元 (原为56.64亿元、67.92亿元)，对应2020-2021年EPS分别为0.63元/股、0.87元/股、1.00元/股，当前市值对应PE分别为25倍、18倍和16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进度不及预期，油价大幅下跌。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	13,568	11,299	15,928	18,476	22,511
同比增长率 (%)	4.0	15.9	17.4	16.0	21.8
归母净利润 (百万元)	3,802	3,152	4,623	6,402	7,351
同比增长率 (%)	2.9	11.3	21.6	38.5	14.8
每股收益 (元/股)	0.52	0.43	0.63	0.87	1.00
毛利率 (%)	44.0	42.7	44.3	50.6	48.0
ROE (%)	16.3	12.9	17.8	21.3	21.1
市盈率	30		25	18	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

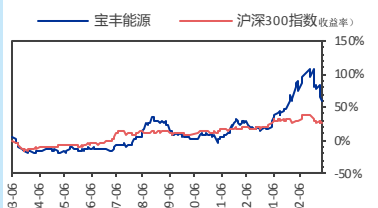
市场数据： 2021年03月04日

收盘价 (元)	15.65
一年内最高/最低 (元)	21.42/8.01
市净率	4.7
息率 (分红/股价)	-
流通A股市值 (百万元)	31210
上证指数/深证成指	3503.49/14416.06

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年09月30日

每股净资产 (元)	3.33
资产负债率%	33.46
总股本/流通A股 (百万)	7333/1994
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

 谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

研究支持

 谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

联系人

 谢建斌
(8621)23297818×转
xiejb@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052	13,568	15,928	18,476	22,511
其中: 营业收入	13,052	13,568	15,928	18,476	22,511
减: 营业成本	6,931	7,605	8,864	9,119	11,714
减: 税金及附加	258	160	188	218	265
主营业务利润	5,863	5,804	6,876	9,139	10,532
减: 销售费用	401	443	520	604	736
减: 管理费用	386	442	519	602	733
减: 研发费用	20	53	63	73	89
减: 财务费用	532	324	153	187	205
经营性利润	4,524	4,541	5,621	7,673	8,769
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	78	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	-20	13	13	13	13
营业利润	4,504	4,632	5,634	7,687	8,781
加: 营业外净收入	-221	-246	-302	-302	-302
利润总额	4,283	4,385	5,332	7,385	8,479
减: 所得税	588	584	710	983	1,128
净利润	3,696	3,802	4,623	6,402	7,351
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,696	3,802	4,623	6,402	7,351
全面摊薄总股本	6,600	7,333	7,333	7,333	7,333
每股收益 (元)	0.56	0.54	0.63	0.87	1.00

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。