宝丰能源（600989.SH） 量增降本助力业绩成长，内蒙双控利好龙头

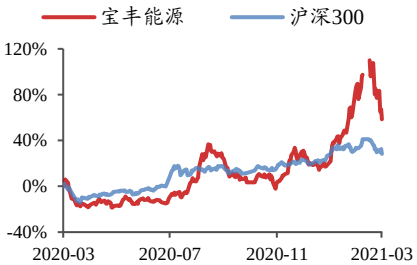
2021 年 03 月 05 日

——业绩快报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/4
当前股价(元)	15.65
一年最高最低(元)	21.42/8.01
总市值(亿元)	1,147.67
流通市值(亿元)	312.10
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	19.94
近 3 个月换手率(%)	148.09

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-原油焦炭价格高位运行，内蒙烯烃项目有望提前完工》-2021.2.4

《公司信息更新报告-产品价格大涨推升业绩，看好公司价值和成长空间》-2020.11.20

《公司三季报点评报告-扣非业绩优异，产能扩张&成本优势打造煤制烯烃龙头》-2020.10.27

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **量增降本助力业绩成长，内蒙双控利好现代煤化工龙头。维持“买入”评级**

公司发布业绩快报，2020 年实现营收 159.3 亿元，同比+17%；实现归母净利 46.2 亿元，同比+22%，扣非归母净利润为 48.5 亿元，同比+24%；单季实现归母净利润 14.8 亿元，环比+40%。产品盈利预期向好，我们调整公司 2020-2022 年盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 46.2(-0.6)/65.3(+5.1)/83.4(+0.5)亿元，同比增长 21.6%/41.3%/27.7%，EPS 为 0.63(-0.01)/0.89(+0.07)/1.14(+0.01)元；对应当前股价 PE 为 24.8/17.6/13.8 倍，维持“买入”评级。

● **二期烯烃投产同比增量降本，Q4 环比量价齐升对冲煤价上涨影响**

同比增量降本：根据 Wind，2020 年聚烯烃不含税均价为 6778 元/吨，同比-9.2%；公司 60 万吨烯烃二期已于 2019 年 10 月投产，以 110%的开工率计算，2020 年产量为 132 万吨，同比+53%，产能释放对冲价格回落影响。此外，220 万吨甲醇于 2020 年 6 月投产，经测算自产甲醇成本约 954 元/吨，根据 Wind，外购甲醇不含税均价为 1677 元/吨，单吨节约成本 722 元/吨，增量降本下归母净利实现 22%的增长。**Q4 环比量价齐升：**由于焦企严格落实焦炭去产能，焦价自 2020 年 8 月以来持续提涨，根据 Wind，Q4 二级冶金焦不含税均价为 1513 元/吨，环比+21%，焦炭盈利大幅改善。此外，Q3 受烯烃一期 7 月检修影响，单季聚烯烃产量为 30.3 万吨(环比-12%)，Q4 恢复正常生产。根据 Wind，Q4 聚烯烃不含税均价为 7155 元/吨，环比+5.1%。量价齐升下 Q4 归母净利实现环比 40%的增长。

● **内蒙双控能耗利好公司，政策进入壁垒增强**

内蒙古发改委于 3 月 1 日发布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》，表明除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目。根据国务院-自治区-市三级政府对建设国家煤化工产业示范区的政策文件，宝丰能源 400 万吨煤制烯烃项目属于“国家布局的现代煤化工示范项目”，且根据国务院发改委发布的《现代煤化工产业创新发展布局方案》，“十三五”期间鄂尔多斯煤化工示范区规划不超过 2000 万吨的新增煤炭转化量，依照单耗水平测算，基本可容纳 480 万吨煤制烯烃，超过公司规划的 400 万吨产能。当前二期 140 万吨烯烃指标已获鄂尔多斯市政府批复，待自治区发改委核准，整体 400 万吨的环评报告已提交环保部待评审。预计在内蒙严格控煤政策下，公司将筑起政策壁垒，增大竞争者进入难度。

● **风险提示：**产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,052	13,568	15,925	18,265	24,984
YOY(%)	6.1	4.0	17.4	14.7	36.8
归母净利润(百万元)	3,696	3,802	4,624	6,531	8,343
YOY(%)	26.4	2.9	21.6	41.3	27.7
毛利率(%)	46.9	44.0	44.7	53.1	49.9
净利率(%)	28.3	28.0	29.0	35.8	33.4
ROE(%)	27.0	16.3	17.8	21.1	22.0
EPS(摊薄/元)	0.50	0.52	0.63	0.89	1.14
P/E(倍)	31.1	30.2	24.8	17.6	13.8
P/B(倍)	8.4	4.9	4.4	3.7	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2276	3175	1865	1356	3412
现金	1434	1862	501	0	1160
应收票据及应收账款	167	15	198	47	288
其他应收款	21	45	32	56	65
预付账款	57	166	96	205	206
存货	507	755	706	717	1361
其他流动资产	90	332	332	332	332
非流动资产	24553	30120	34554	38518	49849
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15066	17904	22500	26483	36162
无形资产	1247	3221	3599	4046	4585
其他非流动资产	8240	8995	8455	7990	9103
资产总计	26829	33295	36419	39875	53261
流动负债	7480	5531	5892	4375	9921
短期借款	1086	180	180	217	180
应付票据及应付账款	1577	1053	1992	974	3357
其他流动负债	4817	4298	3720	3184	6384
非流动负债	5666	4412	4605	4531	5335
长期借款	5466	2686	2880	2805	3610
其他非流动负债	201	1725	1725	1725	1725
负债合计	13147	9943	10497	8906	15256
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	6600	7333	7333	7333	7333
资本公积	1	7268	7268	7268	7268
留存收益	6854	8602	10669	14568	19790
归属母公司股东权益	13683	23352	25923	30969	38005
负债和股东权益	26829	33295	36419	39875	53261

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3265	3573	7076	6146	14345
净利润	3696	3802	4624	6531	8343
折旧摊销	770	830	836	1039	1347
财务费用	532	324	151	283	390
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1814	-1713	1464	-1708	4265
其他经营现金流	82	330	0	0	0
投资活动现金流	-1708	-3973	-5271	-5003	-12678
资本支出	1600	4541	4434	3964	11331
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-108	568	-836	-1039	-1347
筹资活动现金流	-2148	1587	-3166	-1681	-470
短期借款	196	-906	0	0	0
长期借款	878	-2779	193	-74	805
普通股增加	0	733	0	0	0
资本公积增加	0	7267	0	0	0
其他筹资现金流	-3222	-2728	-3359	-1607	-1275
现金净增加额	-591	1188	-1360	-539	1197

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13052	13568	15925	18265	24984
营业成本	6931	7605	8802	8573	12520
营业税金及附加	258	160	249	293	395
营业费用	401	443	556	621	827
管理费用	386	442	461	524	748
研发费用	20	53	159	183	250
财务费用	532	324	151	283	390
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	16	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-36	-8	0	0	0
营业利润	4504	4632	5547	7787	9854
营业外收入	14	55	28	27	31
营业外支出	235	302	299	313	287
利润总额	4283	4385	5276	7501	9598
所得税	588	584	652	970	1255
净利润	3696	3802	4624	6531	8343
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3696	3802	4624	6531	8343
EBITDA	5436	5348	6180	8638	11046
EPS(元)	0.50	0.52	0.63	0.89	1.14

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	4.0	17.4	14.7	36.8
营业利润(%)	20.4	2.8	19.7	40.4	26.5
归属于母公司净利润(%)	26.4	2.9	21.6	41.3	27.7
获利能力					
毛利率(%)	46.9	44.0	44.7	53.1	49.9
净利率(%)	28.3	28.0	29.0	35.8	33.4
ROE(%)	27.0	16.3	17.8	21.1	22.0
ROIC(%)	17.8	13.2	14.9	18.1	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	29.9	28.8	22.3	28.6
净负债比率(%)	54.6	19.5	19.1	18.0	14.8
流动比率	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	40.6	149.0	149.0	149.0	149.0
应付账款周转率	3.9	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.52	0.63	0.89	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.49	0.96	0.84	1.96
每股净资产(最新摊薄)	1.87	3.18	3.53	4.22	5.18
估值比率					
P/E	31.1	30.2	24.8	17.6	13.8
P/B	8.4	4.9	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	22.5	22.3	19.4	13.9	10.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn