

**宝丰能源(600989)/化工**
**烯烃、焦炭价格上行、四季度盈利环比提升**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 15.39

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

电话:

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

分析师: 夏文奇

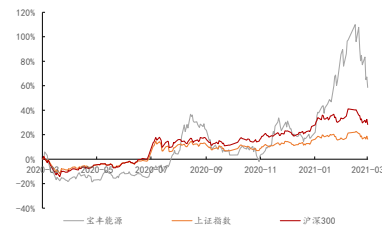
执业证书编号: S0740520050003

电话:

Email: xiaqw@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	19.94
市价(元)	15.39
市值(亿元)	1129
流通市值(亿元)	307

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 宝丰能源(600989.SH) 三季报点评: 一体化优势显著、产能扩张提供长期成长性
- 2 新项目投产、成本优势强化推动公司盈利增长
- 3 低油价下盈利韧性十足, 新项目投产成长可期

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,052	13,568	15,928	18,923	23,617
增长率 yoy%	6.11%	3.95%	17.39%	18.80%	24.81%
净利润	3,696	3,802	4,629	5,808	7,402
增长率 yoy%	26.41%	2.88%	21.76%	25.46%	27.45%
每股收益(元)	0.50	0.52	0.63	0.79	1.01
每股现金流量	0.45	0.49	0.91	1.02	1.57
P/E	30.54	29.69	24.38	19.43	15.25
PEG	1.88	1.19	1.47	1.19	0.61
P/B	8.25	4.83	4.03	3.34	2.74

备注: 股价选自 2021 年 03 月 06 日

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2020 年业绩快报, 全年实现营业收入 159.28 亿元, 同比增长 17.39%, 归母净利润 46.23 亿元, 同比增长 21.59%, 扣非后归母净利润 48.47 亿元, 同比增长 23.99%。其中四季度实现营业收入 46.29 亿元, 归母净利润 14.71 亿元。
- **点评:**
- **烯烃、焦炭价格上行, 利润环比增长。** 2020 年 10 月份以来, 油价稳步上行, 截至 2020 年底, 布伦特原油价格上涨至 50 美元/桶以上, 推动烯烃价格环比提升, 根据 Wind 资讯, 2020 年 Q4 LLDPE 和 PP 价格分别为 7607 元/吨和 8324 元/吨, 环比上行 444 元/吨和 520 元/吨。同时, 四季度内蒙地区二级冶金焦价格 1866 元/吨, 环比上升 262 元/吨, 冶金焦-焦炭价差 446 元/吨, 环比提升 229 元/吨。烯烃、焦炭价格上行推动公司利润环比增长, 四季度实现利润总额 17.13 亿元, 环比增长 20.69%。
- **新项目持续推进、成长性凸显。** 公司三期烯烃规划的首套 50 万吨/年煤制烯烃项目于 2020 年 1 月获得宁夏发展改革委核准, 包括 150 万吨/年煤炭气化制甲醇装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置、25 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物(EVA)装置、30 万吨/年聚丙烯装置, 目前已正式开工建设, 预计 2022 年底建成投产; 同时公司拟投资建设 300 万吨/年煤焦化多联产项目, 包括 300 万吨/年焦化、10 万吨/年针状焦、苯加氢扩建至 12 万吨/年、焦油加工扩建至 40 万吨/年, 项目已于 2020 年 5 月开工建设, 预计 2021 年底建成投产。此外, 为优化公司战略布局、巩固公司主导产品烯烃的产能规模优势, 公司拟在内蒙古乌审旗建设 4×100 万吨/年煤制烯烃项目, 项目使用鄂尔多斯市建设国家现代煤化工产业示范区总体规划中烯烃相关规模指标, 一期 260 万吨/年、二期 140 万吨/年项目分别于 2020 年 7 月和 2021 年 1 月获得鄂尔多斯市政府同意, 后续经国家环保部门批复后有望开工。公司新项目有序推进, 成长性凸显。
- **红四煤矿获批、资源优势稳固。** 2020 年 7 月, 公司红四煤矿获得采矿许可证, 红四煤矿煤炭资源储量 2.78 亿吨, 本次核准产能 240 万吨/年, 公司自有煤矿产能将由 510 万吨/年增加至 750 万吨/年, 根据全景网, 红四煤矿已于 2020 年 10 月进入联合试运转阶段。同时, 公司正对横城矿区总体规划修编及审查, 为丁家梁煤矿与甜水河煤矿联合开发项目核准奠定基础。煤炭资源的获取不断提升公司煤炭自给率, 巩固低成本优势, 夯实了公司现代煤化工循环经济产业链发展基础。
- **盈利预测和估值。** 公司目前已经形成具备明显竞争优势的煤化工循环经济产业链。2020 年上半年低油价背景下, 公司盈利能力依旧突出, 显示极强韧性。随着公司新项目的不断推进, 公司产能将持续增长, 带动公司业绩持续向上。因四季度烯烃及焦炭价格上行, 修正公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 46.29/58.08/74.02 亿元(前值为 45.68/57.47/68.08 亿元), 对应 EPS 为 0.63/0.79/1.01 元, 对应 PE 为 24.4/19.4/15.3 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅波动; 产能释放不及预期; 企业经营风险等。

图表 1: 宝丰能源财务模型预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052	13,568	15,928	18,923	23,617	货币资金	1,434	1,862	2,186	2,597	3,603
增长率	6.1%	4.0%	17.4%	18.8%	24.8%	应收款项	167	60	206	111	285
营业成本	-6,931	-7,605	-8,948	-10,296	-12,782	存货	507	755	730	978	1,143
% 销售收入	53.1%	56.0%	56.2%	54.4%	54.1%	其他流动资产	167	498	428	537	501
毛利	6,121	5,964	6,980	8,627	10,835	流动资产	2,276	3,175	3,550	4,223	5,531
% 销售收入	46.9%	44.0%	43.8%	45.6%	45.9%	% 总资产	8.5%	9.5%	9.1%	9.4%	10.9%
营业税金及附加	-258	-160	-188	-223	-278	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	15,066	17,904	22,533	26,343	29,543
营业费用	-401	-443	-520	-700	-874	% 总资产	56.2%	53.8%	57.9%	58.8%	58.0%
% 销售收入	3.1%	3.3%	3.3%	3.7%	3.7%	无形资产	1,247	3,221	5,095	6,932	8,731
管理费用	-386	-442	-461	-543	-707	非流动资产	24,553	30,120	35,338	40,597	45,402
% 销售收入	3.0%	3.3%	2.9%	2.9%	3.0%	% 总资产	91.5%	90.5%	90.9%	90.6%	89.1%
息税前利润 (EBIT)	5,076	4,918	5,810	7,161	8,975	<b>资产总计</b>	<b>26,829</b>	<b>33,295</b>	<b>38,888</b>	<b>44,820</b>	<b>50,934</b>
% 销售收入	38.9%	36.2%	36.5%	37.8%	38.0%	短期借款	1,086	180	573	762	0
财务费用	-532	-324	-200	-189	-169	应付款项	2,040	3,069	3,680	3,695	5,731
% 销售收入	4.1%	2.4%	1.3%	1.0%	0.7%	其他流动负债	4,354	2,281	2,281	2,281	2,281
资产减值损失	0	0	0	0	0	流动负债	7,480	5,531	6,534	6,739	8,013
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	2,390	2,643	2,643	2,562	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	3,276	1,769	1,725	1,725	1,725
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>13,147</b>	<b>9,943</b>	<b>10,902</b>	<b>11,026</b>	<b>9,738</b>
营业利润	4,544	4,594	5,610	6,971	8,806	<b>普通股股东权益</b>	<b>13,683</b>	<b>23,352</b>	<b>27,986</b>	<b>33,794</b>	<b>41,196</b>
营业利润率	34.8%	33.9%	35.2%	36.8%	37.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	-221	-246	-270	-272	-268	<b>负债股东权益合计</b>	<b>26,829</b>	<b>33,295</b>	<b>38,888</b>	<b>44,820</b>	<b>50,934</b>
税前利润	4,323	4,348	5,340	6,699	8,538	<b>比率分析</b>					
利润率	33.1%	32.0%	33.5%	35.4%	36.2%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-588	-584	-711	-891	-1,136	<b>每股指标</b>					
所得税率	13.6%	13.4%	13.3%	13.3%	13.3%	每股收益 (元)	0.50	0.52	0.63	0.79	1.01
净利润	3,696	3,802	4,629	5,808	7,402	每股净资产 (元)	1.87	3.18	3.82	4.61	5.62
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.45	0.49	0.91	1.02	1.57
归属于母公司的净利润	3,696	3,802	4,629	5,808	7,402	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	28.3%	28.0%	29.1%	30.7%	31.3%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	27.01%	16.28%	16.54%	17.19%	17.97%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	13.77%	11.42%	11.90%	12.96%	14.53%
净利润	3,696	3,802	4,629	5,808	7,402	投入资本收益率	25.07%	21.76%	19.83%	20.64%	21.87%
加: 折旧和摊销	770	830	1,272	1,743	2,199	<b>增长率</b>					
资产减值准备	0	-78	0	0	0	营业总收入增长率	6.11%	3.95%	17.39%	18.80%	24.81%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	19.05%	-3.09%	18.14%	23.24%	25.34%
财务费用	537	367	200	189	169	净利润增长率	26.41%	2.88%	21.76%	25.46%	27.45%
投资收益	0	0	0	0	0	总资产增长率	7.19%	24.10%	16.80%	15.25%	13.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-3,504	-1,738	573	-245	1,734	应收账款周转天数	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,265</b>	<b>3,573</b>	<b>6,674</b>	<b>7,496</b>	<b>11,504</b>	存货周转天数	13.3	16.7	16.8	16.3	16.2
固定资本投资	-1,692	-4,013	-4,530	-5,030	-5,030	应付账款周转天数	41.9	25.0	33.4	29.2	31.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,708</b>	<b>-3,973</b>	<b>-6,504</b>	<b>-7,004</b>	<b>-7,004</b>	固定资产周转天数	424.8	437.4	457.0	464.9	425.9
股利分配	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
其他	-2,148	1,587	154	-81	-3,494	净负债/股东权益	50.31%	10.94%	8.91%	4.72%	-3.32%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,148</b>	<b>1,587</b>	<b>154</b>	<b>-81</b>	<b>-3,494</b>	EBIT 利息保障倍数	9.5	15.2	29.0	37.8	53.0
<b>现金净流量</b>	<b>-591</b>	<b>1,187</b>	<b>324</b>	<b>411</b>	<b>1,006</b>	资产负债率	49.00%	29.86%	28.03%	24.60%	19.12%

资料来源: WIND、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。