证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

宝丰能源（600989）

重大事件快评

增持

（维持评级）

2019 年 07 月 18 日

以量补价，上半年业绩保持靓丽

证券分析师： 龚诚 010-88005306 gongcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001
证券分析师： 王政 0755-81981807 wangzheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100004

事项：

公司公布 2019 年半年度业绩快报，预计 2019 年上半年净利润 18.90 亿元（同比+38.19%），扣非后的归母净利润 18.03 亿元（同比+18.00%）。业绩增长的主要原因是：一、公司主要产品聚乙烯、聚丙烯、焦炭的产量与上年同期相比均有较大幅度增长；二、外购原料煤的平均价格与上年同期相比有所下降；三、本报告期收回以前年度已经计提坏账准备的第三方款项以及本报告期捐赠支出较上年同期相比有较大幅度减少等综合影响。

国信化工观点：1）上半年油价大幅震荡叠加需求低迷，聚烯烃价格一路走低。根据我们追踪的主要产品价格情况，聚乙烯和聚丙烯上半年平均价格比去年同期分别下降 14.0%和 2.5%。焦炭上半年均价则与去年基本持平，我们预计公司上半年聚烯烃的产品均价受市场价格波动影响同步有所下滑。2）原料煤采购成本下降、聚烯烃产量增长是公司业绩增长的主要因素。上半年国内聚烯烃消费量和产量保持较大幅度增长，我们预计公司在主营聚烯烃产品价格下跌的情况下，会尽量提高装置的生产负荷率增加聚烯烃的产量。3）公司成本优势明显，盈利能力有望持续。根据我们深入分析，我们认为公司聚烯烃产品的生产成本优势明显，主要来源于聚烯烃与焦炭业务之间有效协同、投资成本控制能力强、管理效率突出等三点因素，公司盈利能力有望长期保持在较好水平。4）投资建议：我们看好公司 3-5 年内打造成国内煤制烯烃标杆项目，公司煤制烯烃项目二期主要在 2020 年释放业绩，利润增长较快，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 42.6/60.3/69.9 亿元，同比增速 15.2/41.6/15.9%，EPS=0.58/0.82/0.95 元，对应 PE=20.0/14.1/12.2。考虑到公司上市后流通股比例小，享受估值溢价，同时盈利水平保持较快的增长，暂时给予公司 2020 年 20 倍 PE 为合理估值，对应股价为 16.4 元/股，维持“增持”评级。

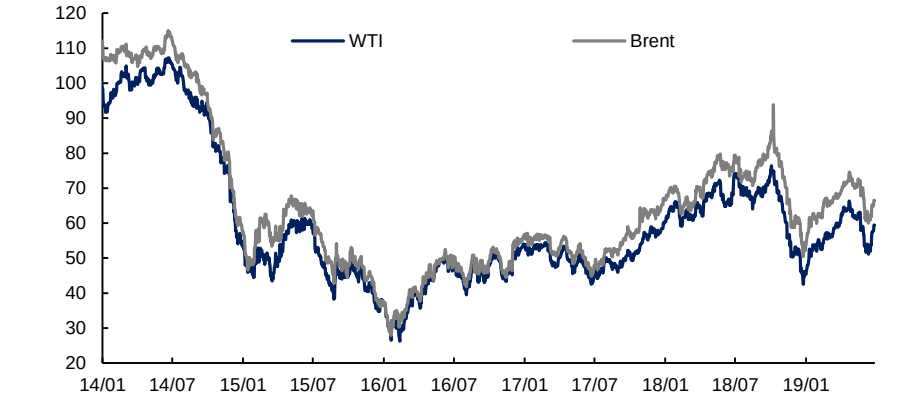
风险提示：项目投产进度不及预期；原材料煤炭价格上涨，产品价格大幅下跌。

评论：

■ **上半年油价大幅震荡叠加需求低迷，聚烯烃价格一路走低**

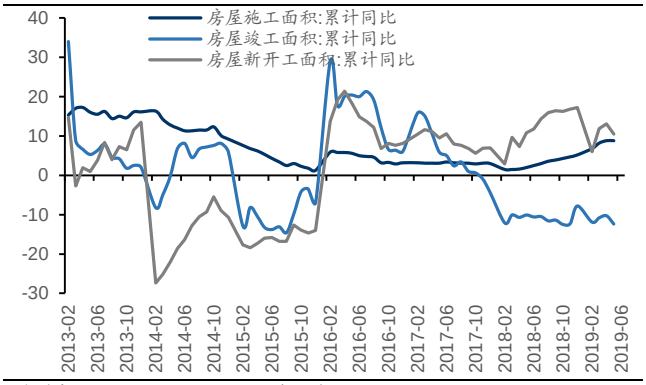
今年上半年聚烯烃行情低迷，价格持续走低。成本端，主流石油炼化工艺路线受国际原油中枢低位震荡的影响而缺少价格支撑；需求端，化工行业的主要下游房地产投资以及汽车产量同比增速都持续低迷；叠加主动去库存的因素，上半年聚烯烃行业景气度明显下滑，价格也一路下行。

图 1：2019 上半年国际原油价格中枢维持低位（单位：美元/吨）



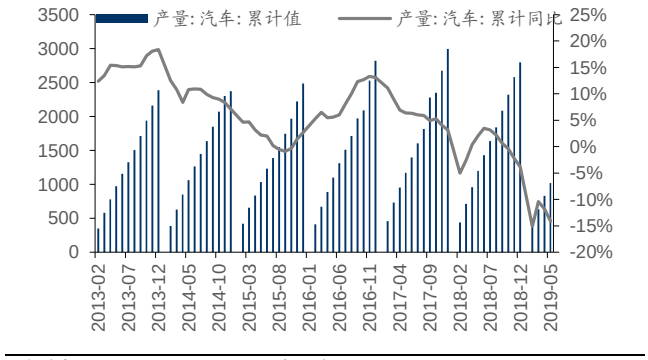
资料来源:BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 2：房屋新开工、施工和竣工面积同比（单位：%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

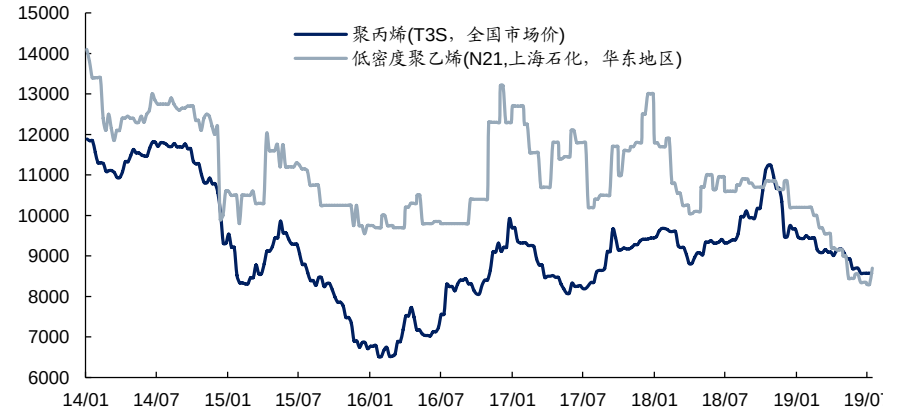
图 3：汽车月累计产量及同比（单位：%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2019 年上半年聚乙烯均价 9338 元/吨（T3S、全国市场价），比去年同期下降 14.0%；聚丙烯均价 9075 元/吨（N21，上海石化华东价），比去年同期下降 2.5%。公司目前具备 30 万吨聚乙烯和 30 万吨聚丙烯产能，受聚烯烃市场行情影响，我们预计今年上半年公司聚烯烃的均价与去年同期相比都有一定程度的下降。

图 4：2019 年上半年聚乙烯和聚丙烯价格持续下行（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相比之下，公司另一主营产品焦炭的价格则较为坚挺。上半年国内市场焦炭价格维持价格中枢上行的趋势，上半年均价 2069 元/吨（国内期货结算价），比去年同期略微上涨 2.4%。我们预计公司今年上半年焦炭产品的均价基本与

去年同期持平或者略有上涨。

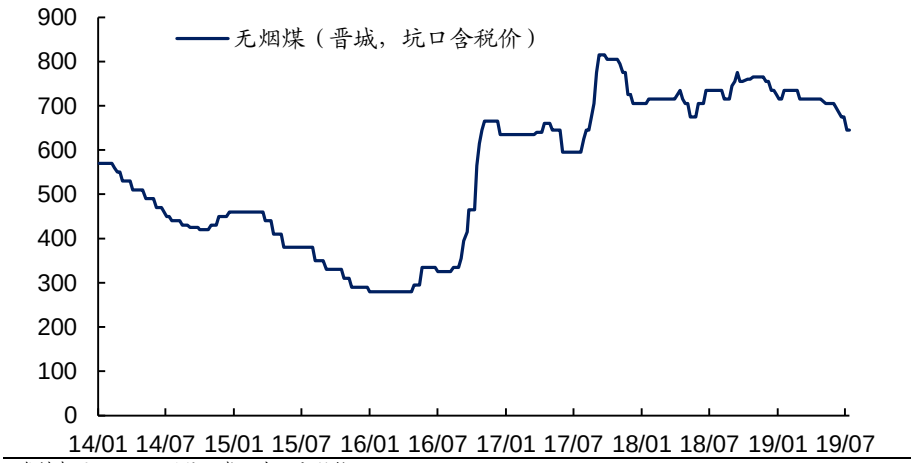
图 5：2019 年上半年聚乙烯和聚丙烯价格持续下行（单位：元/吨）

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ **原料煤采购成本下降、聚烯烃产量增长弥补产品价格下跌**

从公司披露的业绩预增情况来看，我们认为公司上半年业绩的增长点主要来源于成本略有下降，以及产品产量增长这两点因素。从无烟煤的走势来看，上半年价格有所下跌，我们预计公司原料煤的采购成本对应也略有下降，有利于公司降低生产成本。2018 年公司聚乙烯和聚丙烯的产能利用率分别达到 107%和 101%，在今年上半年聚烯烃价格明显下跌的情况下，我们认为公司业绩增长的主要因素应该是其聚烯烃产量比去年同期明显增长。

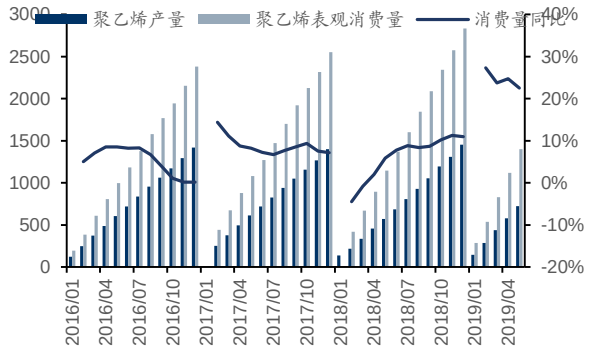
图 6：山西无烟煤的价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

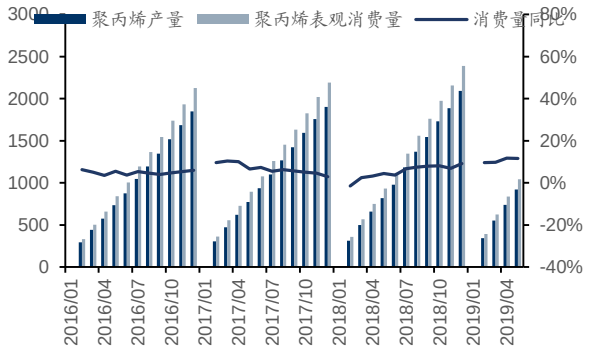
今年 1-5 月国内聚乙烯和聚丙烯的消费量分别累计达到 1401 万吨和 1042 万吨，比去年同期明显有所增长。1-5 月国内聚乙烯和聚丙烯的产量则分别累计达到 724 万吨和 919 万吨，分别同比增长 22.5%和 11.5%。在国内聚烯烃消费量和产量都明显增长的情况下，我们认为公司有动力进一步提高其装置的产能利用率。

图 7：国内聚乙烯产量及消费量变化（单位：万吨）



资料来源:Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 8：国内聚丙烯产量及消费量变化（单位：万吨）

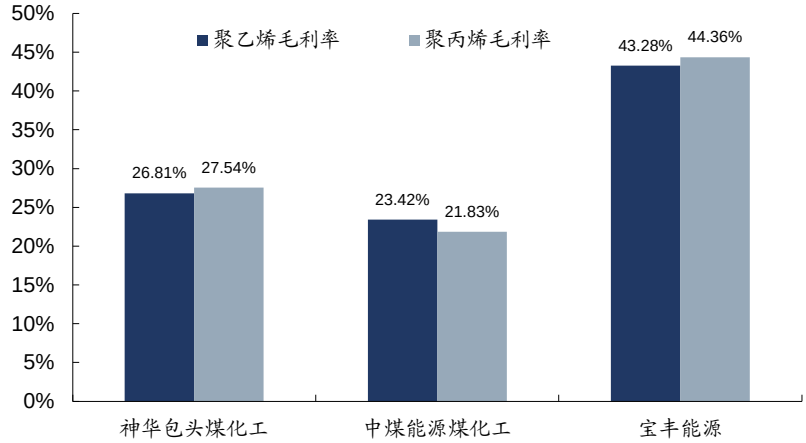


资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

■ 公司成本优势明显，盈利能力有望持续

公司自从 2014 年煤制烯烃第一套装置投产并稳定运行之后，其聚烯烃的毛利率长期保持较好水平，并明显领先行业内其他类似规模的煤制烯烃项目。我们对公司的盈利能力深入分析后，认为公司聚烯烃产品的成本优势主要来源于聚烯烃与焦炭业务之间有效协同（利用焦炭副产的焦炉气制备甲醇，减少煤炭采购量以及烯烃的生产成本）、投资成本控制能力强、管理效率突出等三点因素。在产品价格不发生大幅波动的情况下，我们认为公司将长期保持较好的盈利能力。

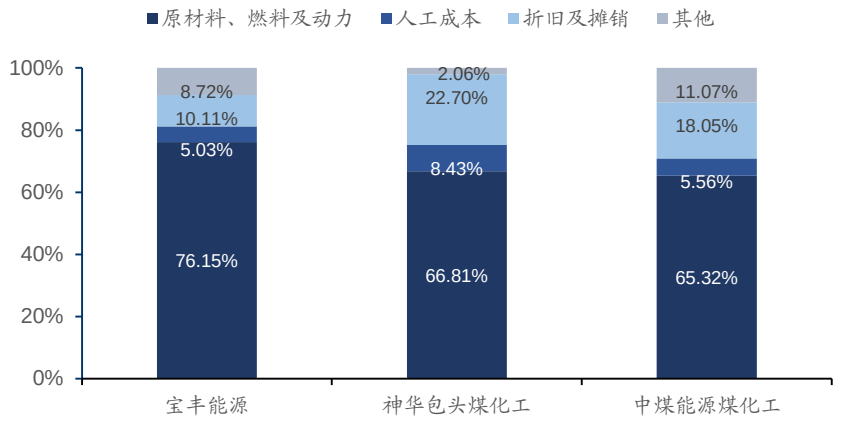
图 9：2018 年公司与神华包头煤化工及中煤能源煤化工的聚烯烃毛利率对比



资料来源:招股说明书、中国神华年报、中煤能源年报、国信证券经济研究所整理

公司成本结构中的固定成本部分（折旧与摊销）的比例明显低于煤制烯烃行业内其他项目的情况，而传统情况下煤制烯烃项目中的固定成本要占到总成本的 62%左右。公司煤制烯烃第一套装置的投资成本约 110 亿元，神华集团在包头国内第一套煤制烯烃投资成本则约在 180 亿元，相比之下公司至少节省了 70 亿元的投资成本，按照每年 5%的折旧都要节省 3.5 亿元的折旧成本。

图 10：公司与中国神华包头煤化工及中煤能源煤化工业务成本结构对比



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

对比同处宁东能源化工基地的神华宁煤的主要经营数据，可以发现公司在毛利率接近的情况下取得了明显高于神华宁煤的净利率。这主要是因为二者的期间费用率上差异较大，公司三项费用合计的费用率为 10.26%，而神华宁煤则达到 23.71%，我们认为这与公司整体的管理能力具有较大的关系。宝丰能源作为民营企业，历史负担较轻，管理更为灵活，可以采取更为市场化的管理措施。另外对比煤化工行业中公认的管理能力较为突出的华鲁恒升（其煤化工主要是以合成气为平台生产尿素、有机胺、多元醇、醋酸、己二酸等产品），其三项费用率合计可以达到化工行业最低的 4.51%。而根据我们的统计，化工行业 2018 年三项费用率平均值为 15.46%，对比之下，我们认为公司的管理能力虽然距离行业内顶尖水平有些差距，但是已经明显超出化工行业平均水平。

表 1：2018 年公司期间费用率与神华宁煤、华鲁恒升对比

重要数据对比	宝丰能源	神华宁煤	华鲁恒升
营业收入	130.52	317.40	143.57
利润总额	42.83	25.59	35.65
归母净利润	36.96	20.86	30.20
期间费用率	10.26%	23.71%	4.51%
管理费用率	3.11%	15.70%	1.46%
销售费用率	3.07%	2.35%	1.82%
财务费用率	4.07%	5.66%	1.23%
毛利率	46.90%	42.67%	30.49%
净利率	28.31%	6.57%	21.04%
负债率	49.00%	72.32%	35.32%

资料来源:公司招股说明书、神华宁煤债券年报、华鲁恒升年报、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：看好公司长期打造煤制烯烃标杆项目，维持“增持”评级

我们看好公司 3-5 年内打造成国内煤制烯烃标杆项目，公司煤制烯烃项目二期主要在 2020 年释放业绩，利润增长较快，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 42.6/60.3/69.9 亿元，同比增速 15.2/41.6/15.9%，EPS=0.58/0.82/0.95 元，对应 PE=20.0/14.1/12.2。考虑到公司上市后流通股比例小，享受估值溢价，同时盈利水平保持较快的增长，暂时给予公司 2020 年 20 倍 PE 为合理估值，对应股价为 16.4 元/股，维持“增持”评级。

■ 风险提示：

项目投产进度不及预期；原材料煤炭价格上涨，产品价格大幅下跌。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1434	1500	6977	13225
应收款项	167	181	239	272
存货净额	507	467	617	704
其他流动资产	167	182	240	273
流动资产合计	**2276**	**2330**	**8073**	**14474**
固定资产	20934	24115	24869	25400
无形资产及其他	1247	1197	1147	1097
投资性房地产	2373	2373	2373	2373
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**26829**	**30015**	**36462**	**43343**
短期借款及交易性金融负债	3280	4319	3280	3280
应付款项	1577	1450	1918	2189
其他流动负债	2623	2516	4313	6030
流动负债合计	**7480**	**8286**	**9511**	**11499**
长期借款及应付债券	5466	4866	5866	5866
其他长期负债	201	201	201	201
长期负债合计	**5666**	**5066**	**6066**	**6066**
负债合计	**13147**	**13352**	**15577**	**17565**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	13683	16663	20884	25778
负债和股东权益总计	**26829**	**30015**	**36462**	**43343**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.56	0.58	0.82	0.95
每股红利	0.29	0.17	0.25	0.29
每股净资产	2.07	2.27	2.85	3.52
ROIC	21%	19%	25%	31%
ROE	27%	26%	29%	27%
毛利率	47%	47%	48%	48%
EBIT Margin	39%	38%	40%	41%
EBITDA Margin	45%	51%	52%	52%
收入增长	6%	9%	32%	14%
净利润增长率	26%	15%	42%	16%
资产负债率	49%	44%	43%	41%
息率	2.5%	1.7%	2.4%	2.7%
P/E	20.7	20.0	14.1	12.2
P/B	5.6	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	15.4	13.5	10.3	9.2

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**13052**	**14195**	**18730**	**21291**
营业成本	6931	7476	9749	11034
营业税金及附加	258	284	355	404
销售费用	401	436	543	617
管理费用	386	589	574	603
财务费用	532	400	413	408
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
其他收入	(39)	0	0	0
营业利润	4504	5009	7095	8225
营业外净收支	(221)	0	0	0
利润总额	**4283**	**5009**	**7095**	**8225**
所得税费用	588	751	1064	1234
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**3696**	**4258**	**6031**	**6991**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	**3696**	**4258**	**6031**	**6991**
资产减值准备	(87)	0	0	0
折旧摊销	764	1868	2297	2519
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	532	400	413	408
营运资本变动	(1686)	(222)	1999	1835
其它	87	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	**2774**	**5904**	**10326**	**11345**
资本开支	(2332)	(5000)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2332)**	**(5000)**	**(3000)**	**(3000)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	334	(600)	1000	0
支付股利、利息	(1922)	(1277)	(1809)	(2097)
其它融资现金流	2249	1039	(1039)	0
融资活动现金流	**(927)**	**(838)**	**(1849)**	**(2097)**
现金净变动	**(485)**	**66**	**5477**	**6247**
货币资金的期初余额	1920	1434	1500	6977
货币资金的期末余额	1434	1500	6977	13225
企业自由现金流	1125	1244	7677	8692
权益自由现金流	3707	1343	7286	8345

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《宝丰能源-600989-深度报告：盈利强劲，打造煤制烯烃新标杆》 ——2019-06-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032