

2019年08月09日

宝丰能源 (600989.SH)

公司快报

证券研究报告

树脂

成本降低+产能释放提升业绩，二期项目加快投产

■事件：公司公告，2019年上半年实现营收65.2亿，同比增长9.7%；归属净利润18.9亿，同比增长38.1%；拟每10股派现2.80元，因捐赠事宜，限售股东拟做出补偿，补偿后流通股股东每10股派发现金股利3.2元（含税）。

■财务费用降低、一期产能释放和成本下降提升业绩：公司提前偿还银行贷款21.14亿，2019年7月提前赎回公司债券19亿，合计减少有息负债40.14亿，年节省利息2.5亿以上，期间费用率较去年下降0.6pct。上半年一期项目继续释放，生产PE 18.11万吨、PP 16.54万吨、焦炭227.81万吨，同比分别增长16.91%、20.38%、10.59%。MTO双烯收率提升0.51pct至33.7%，甲醇、电、汽成本共降低约6084万元。公司优化资金配置、开发新型MTO催化剂、自建90MW/年光伏发电等有望继续降低成本，提升盈利能力。

■煤制烯烃发展适应国情，公司兼具三大优势：公告显示，2018年我国PE和PP消费量约2833/2389万吨，进口依存度为49.5%/13.7%。居于我国富煤、贫油的资源属性，煤制烯烃比例有待提升。目前我国甲醇制烯烃产能约1363万吨，但CTO、CTP一体化项目较少。公司发展煤-焦炭-甲醇-烯烃的产业集群适应国情，具备以下优势：1) 地域优势。所处宁夏宁东能源化工基地，享有煤炭供应充足，成本优势显著。2) 高度一体化优势。原料煤自给50%以上且逐步提升，盈利能力优于同行。3) 进化优势。项目投资额和人工成本较低，上市后融资能力上升，具备长期研发投入和工艺开发的有利条件。

■煤炭自供全面提升，二期、三期加快推进：设计产能240万吨的红四煤矿和60万吨的丁家梁煤矿分别计划今年10月和年底投产，提升自供。二期焦炭气化制60万吨烯烃项目预计2019年底全部投产。其中烯烃装置将于今年8月份投产，甲醇装置年底投产。预计新增PE、PP产能各30万吨；新增甲醇产能220万吨；新增煤炭产能300万吨，形成新的利润增长点。公司全力推三期烯烃项目建设，包括“年产180万吨烯烃、90万吨聚乙烯、90万吨聚丙烯、600万吨甲醇、70万吨精细化工”。公司总体规划建成烯烃300万吨、聚乙烯150万吨、聚丙烯150万吨、甲醇1000万吨、焦炭400万吨、精细化工产品135万吨、原料煤810万吨，远期成长空间较大。

■投资建议：预计公司19-21年EPS为0.57/0.89/0.99元；给予增持-A的投资评级，6个月目标价为12.4元，对应PE 22/14/12倍。

■风险提示：煤、原油价格大幅波动，项目投产进度不及预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	12,300.7	13,052.3	14,357.5	23,689.9	26,295.8
净利润	2,923.4	3,695.5	4,160.3	6,493.4	7,283.7
每股收益(元)	0.40	0.50	0.57	0.89	0.99
每股净资产(元)	1.56	1.87	2.50	3.39	4.38

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	25.6	20.2	18.0	11.5	10.3
市净率(倍)	6.5	5.5	4.1	3.0	2.3
净利润率	23.8%	28.3%	29.0%	27.4%	27.7%
净资产收益率	25.5%	27.0%	22.7%	26.1%	22.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.9%	25.1%	24.1%	36.5%	40.9%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

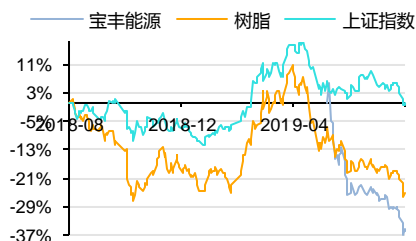
调高评级

6个月目标价：**12.4元**
股价(2019-08-08) **10.19元**

交易数据

总市值(百万元)	74,726.94
流通市值(百万元)	7,472.94
总股本(百万股)	7,333.36
流通股本(百万股)	733.36
12个月价格区间	10.02/16.85元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.57	3.43	-1.84
绝对收益	-14.3		

李水云

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030002

lisy5@essence.com.cn

13810910327

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,300.7	13,052.3	14,357.5	23,689.9	26,295.8	成长性					
减:营业成本	6,983.9	6,931.1	7,753.1	13,503.2	15,251.6	营业收入增长率	53.2%	6.1%	10.0%	65.0%	11.0%
营业税费	210.1	258.3	287.2	80.5	89.4	营业利润增长率	76.4%	20.4%	12.5%	53.5%	11.3%
销售费用	464.8	401.3	491.9	811.7	870.1	净利润增长率	70.1%	26.4%	12.6%	56.1%	12.2%
管理费用	291.3	386.0	358.9	1,298.2	1,441.0	EBITDA 增长率	53.8%	16.8%	8.7%	41.3%	7.3%
财务费用	509.5	531.8	397.0	217.7	-12.1	EBIT 增长率	65.3%	19.0%	7.6%	46.3%	8.1%
资产减值损失	87.5	0.3	3.8	5.0	4.0	NOPLAT 增长率	61.0%	16.6%	9.4%	46.1%	8.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.6%	13.9%	-3.7%	-3.5%	-7.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.3%	19.4%	34.1%	35.4%	29.3%
营业利润	3,739.8	4,504.1	5,065.7	7,773.5	8,651.8	利润率					
加:营业外净收支	-406.0	-220.8	-283.8	-301.2	-270.0	毛利率	43.2%	46.9%	46.0%	43.0%	42.0%
利润总额	3,333.8	4,283.3	4,781.9	7,472.3	8,381.7	营业利润率	30.4%	34.5%	35.3%	32.8%	32.9%
减:所得税	410.4	587.8	621.7	978.9	1,098.0	净利润率	23.8%	28.3%	29.0%	27.4%	27.7%
净利润	2,923.4	3,695.5	4,160.3	6,493.4	7,283.7	EBITDA/营业收入	40.7%	44.7%	44.2%	37.8%	36.6%
						EBIT/营业收入	34.7%	38.9%	38.0%	33.7%	32.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	465	425	382	236	207
						流动营业资本周转天数	-75	-94	-93	-68	-71
						流动资产周转天数	137	73	179	230	312
						应收帐款周转天数	1	1	18	14	9
						存货周转天数	14	13	14	15	15
						总资产周转天数	771	715	791	600	643
						投资资本周转天数	528	511	486	284	242
						投资回报率					
						ROE	25.5%	27.0%	22.7%	26.1%	22.7%
						ROA	11.7%	13.8%	11.5%	15.2%	14.2%
						ROIC	19.9%	25.1%	24.1%	36.5%	40.9%
						费用率					
						销售费用率	3.8%	3.1%	3.4%	3.4%	3.3%
						管理费用率	2.4%	3.0%	2.5%	5.5%	5.5%
						财务费用率	4.1%	4.1%	2.8%	0.9%	0.0%
						三费/营业收入	10.3%	10.1%	8.7%	9.8%	8.7%
						偿债能力					
						资产负债率	54.2%	49.0%	49.4%	41.9%	37.2%
						负债权益比	118.3%	96.1%	97.6%	72.2%	59.3%
						流动比率	0.37	0.30	0.84	1.26	1.76
						速动比率	0.31	0.24	0.79	1.17	1.70
						利息保障倍数	8.37	9.54	13.76	36.71	-714.78
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,923.4	3,695.5	4,160.3	6,493.4	7,283.7	EPS(元)	0.40	0.50	0.57	0.89	0.99
加:折旧和摊销	741.6	769.6	883.5	974.1	978.9	BVPS(元)	1.56	1.87	2.50	3.39	4.38
资产减值准备	87.5	0.3	-	-	-	PE(X)	25.6	20.2	18.0	11.5	10.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	5.5	4.1	3.0	2.3
财务费用	569.4	537.2	397.0	217.7	-12.1	P/FCF	31.9	40.6	15.4	9.5	8.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	6.1	5.7	5.2	3.2	2.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	11.9	7.6	6.2
营运资金的变动	-54.2	-3,504.3	1,764.7	657.9	325.3	CAGR(%)	30.5%	25.4%	34.3%	30.5%	25.4%
经营活动产生现金流量	3,015.6	3,265.2	7,205.5	8,343.1	8,575.9	PEG	0.8	0.8	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	1,956.2	-1,708.1	-1,246.1	-1,120.1	-70.0	ROIC/WACC	1.9	2.3	2.2	3.4	3.8
融资活动产生现金流量	-4,937.3	-2,148.1	59.0	484.7	19.5	REP	-	-	1.8	1.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李水云、张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034