

证券研究报告—动态报告

基础化工

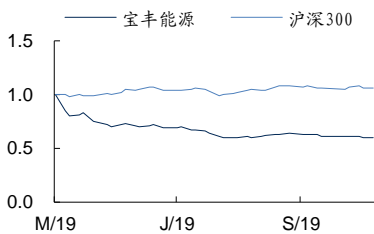
化学原料

宝丰能源(600989)
买入

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月25日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	7,333/733
总市值/流通(百万元)	72,160/7,216
上证综指/深圳成指	2,942/9,568
12个月最高/最低(元)	17.03/9.50

相关研究报告:

《宝丰能源-600989-2019年半年报点评: 继续保持成本优势, 分红凸显投资价值》——2019-08-12

《宝丰能源-600989-重大事件快评: 以量补价, 上半年业绩保持靓丽》——2019-07-18

《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

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 商艾华

E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

独立性声明:

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。

财报点评

行业低迷期仍保持强劲盈利能力

● Q3 逆势取得佳绩, 成本管控是关键因素

2019年前三季度公司实现营收 97.47 亿元 (+4.92%), 归母净利润 28.33 亿元 (+18.63%), 扣非归母净利润 27.73 亿元 (+6.98%)。其中 Q3 单季度营收 32.27 亿元 (同比-3.62%, 环比-2.95%), 归母净利润 9.44 亿元 (同比-7.51%, 环比+8.63%)。从去年 Q3 行业景气度达到高点之后, 化工行业景气度持续下滑, 公司主要产品价格在今年 Q3 仍保持向下的趋势, 在此行业背景下, 公司仍取得净利润环比增长。考虑到公司二期项目的烯烃段已经于 10 月份顺利投产, 全年有望接近我们对公司的 42.5 亿元的盈利预期。

今年三季度公司的主要产品聚乙烯、聚丙烯和焦炭的价格环比二季度都略有下滑, 但是原材料的采购价格环比二季度基本没有变化, 公司仍通过提高产品收率、降低期间费用率等方式严控成本, 毛利率和净利率都环比二季度有所增长, 取得了净利润环比增长的良好成绩。

● 偿还借款、兑付公司债券, 积极降低财务成本

前三季度公司经营性现金净流量达到 12.51 亿元, 持续表现稳定。在良好的经营性现金流表现下, 加上公司今年成功上市募集资金 80 亿元, 公司在手现金充裕。公司除了提前偿还部分借款之外, 提前兑付了 16 宝丰 01 和 18 宝丰 01 共计 19 亿元, 使得利息支出减少, 前三季度的财务费用为 2.72 亿元, 比去年同期减少了 1.27 亿元, 成功降低了财务成本。公司在 9 月底公告回售 16 宝丰 02 债券, 顺利回售了 9.56 亿元公司债券, 预计 Q4 公司的财务费用将进一步降低。

● 竞买红墩子煤业失败, 预计公司继续整合上游资源

公司在 9 月份参与竞买宁夏红墩子煤业有限公司 60% 股权及相关债权, 希望进一步整合宁东地区煤炭资源, 加强自身产业链的原料煤的自供比例。虽然本次竞买宣告失败, 但是对公司目前产业布局并没有实质性影响, 预计公司会继续在上游煤炭资源整合方面寻找合适的标的。公司红四煤矿 (240 万吨产能) 已经投产, 丁家梁煤矿预计在年内投产, 另外在产的马莲台煤矿在进行安全技术改造, 公司煤炭自给率将进一步提升后, 有利于公司继续降低原材料成本。

● 风险提示: 项目投产进度不及预期; 原材料价格上涨, 产品价格大幅下跌。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

煤制烯烃二期项目即将全线投产, 预计 2019-2021 年归母净利润 42.5/60.2/69.9 亿元, 同比 15/42/16%, 摊薄 EPS=0.58/0.82/0.95 元, 对应 PE=17.6/12.4/10.7, 公司成本优势明显, 分红凸显长期投资价值, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

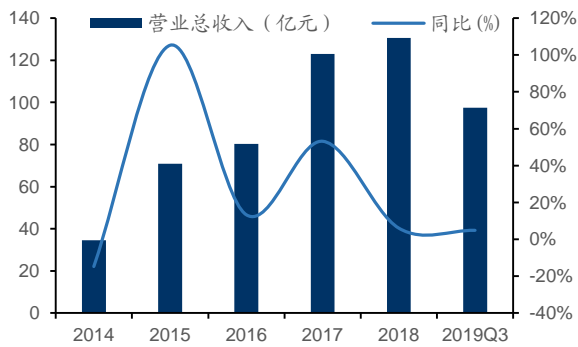
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,301	13,052	14,195	18,730	21,291
(+/-%)	53.2%	6.1%	8.8%	31.9%	13.7%
净利润(百万元)	2923	3696	4248	6020	6989
(+/-%)	70.1%	26.4%	15.0%	41.7%	16.1%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.56	0.58	0.82	0.95
EBIT Margin	35.4%	38.9%	38.1%	40.1%	40.5%
净资产收益率(ROE)	25.5%	27.0%	26.7%	29.9%	28.0%
市盈率(PE)	23.0	17.7	17.1	12.1	10.4
EV/EBITDA	15.9	13.5	11.9	9.0	8.1
市净率(PB)	5.87	4.79	4.58	3.62	2.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

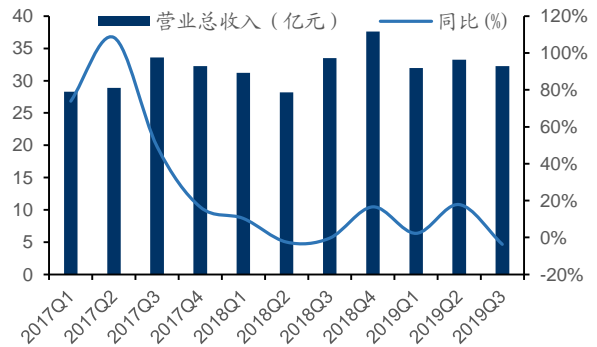
化工行业景气整体向下的背景之下，公司 Q3 仍保持增长。2019 年前三季度公司实现营收 97.47 亿元 (+4.92%)，归母净利润 28.33 亿元 (+18.63%)，扣非归母净利润 27.73 亿元(+6.98%)。其中 Q3 单季度营收 32.27 亿元(同比-3.62%，环比-2.95%)，归母净利润 9.44 亿元(同比-7.51%，环比+8.63%)。从去年 Q3 行业景气达到高点之后，化工行业景气度持续下滑，公司主要产品价格在今年 Q3 仍保持向下的趋势，在此行业背景下，公司仍取得净利润环比增长。考虑到公司二期项目的烯烃段已经于 10 月份顺利投产，全年有望接近我们对公司的 42.5 亿元的盈利预期。

图 1: 宝丰能源营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



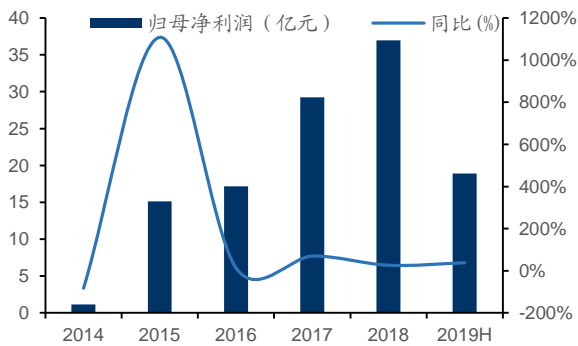
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 宝丰能源单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



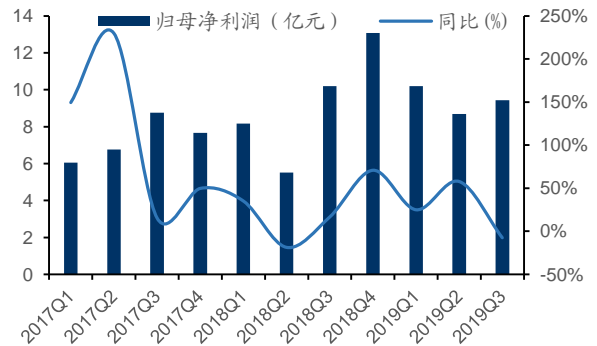
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 宝丰能源归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

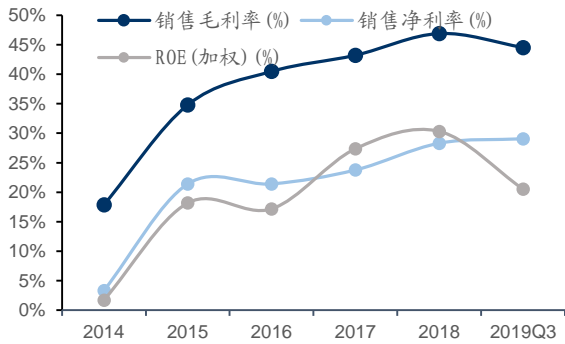
图 4: 宝丰能源单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

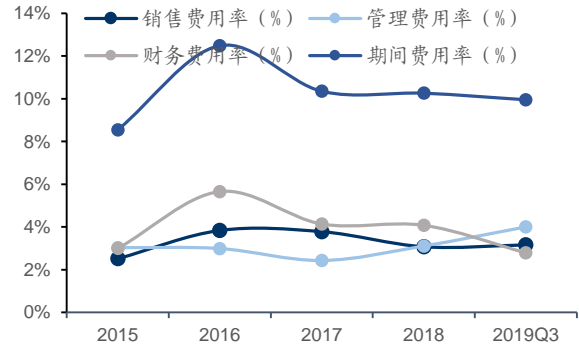
今年三季度公司的主要产品聚乙烯、聚丙烯和焦炭的价格环比二季度都略有下滑，但是原材料的采购价格环比二季度基本没有变化，公司仍通过提高产品收率、降低期间费用率等方式严控成本，毛利率和净利率都环比二季度有所增长，取得了净利润环比增长的良好成绩。

图 5: 宝丰能源毛利率、净利率变化情况



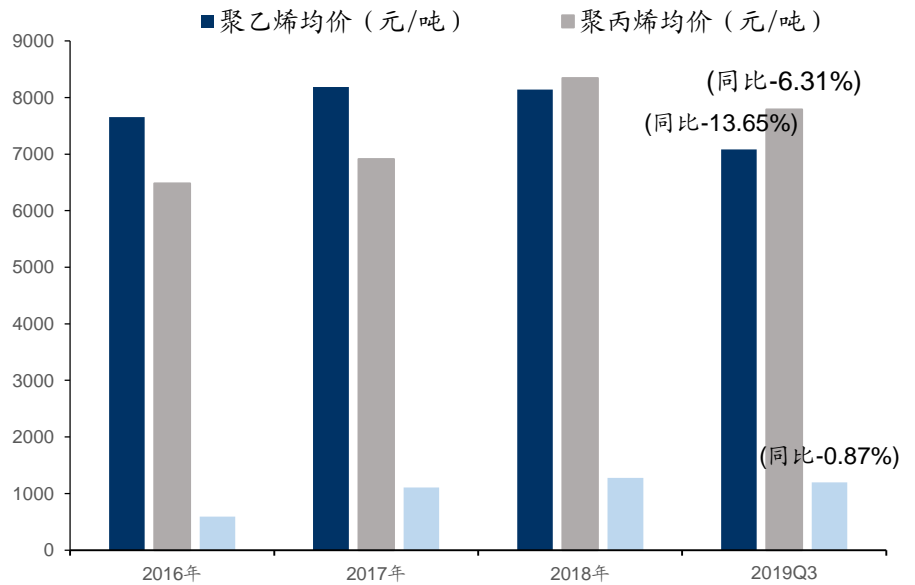
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 宝丰能源三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司主营产品的销售均价变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司 1-9 月主要产品价格变动情况 (单位: 元/吨)

主要品种	2018 年 1-9 月 平均单价	2019 年 1-9 月 平均单价	变动幅度
聚乙烯	7,080.36	8,199.98	-13.65%
聚丙烯	7,792.42	8,316.83	-6.31%
焦炭	1,195.39	1,205.88	-0.87%
纯苯	3,790.91	5,115.19	-25.89%
改质沥青	3,281.51	3,484.26	-5.82%
MTBE	4,822.87	5,212.39	-7.47%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司 1-9 月主要原材料采购价格变动情况

主要品种	2018 年 1-9 月平均采购单价	2019 年 1-9 月平均采购单价	变动幅度
原煤	324.12	395.88	-18.13%
精煤	675.48	683.39	-1.16%
动力煤	229.93	262.38	-12.37%
甲醇	1,659.88	2,069.23	-19.78%
煤焦油	2,510.30	2,499.58	0.43%
粗苯	2,913.29	3,985.41	-26.90%
碳四	4,203.90	4,706.50	-10.68%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

偿还借款、兑付公司债券, 积极降低财务成本。前三季度公司经营性现金净流量达到 12.51 亿元, 持续表现稳定。在良好的经营性现金流表现下, 加上公司今年成功上市募集资金 80 亿元, 公司在手现金充裕。公司除了提前偿还部分借款之外, 提前兑付了 16 宝丰 01 和 18 宝丰 01 共计 19 亿元, 使得利息支出减少, 前三季度的财务费用为 2.72 亿元, 比去年同期减少了 1.27 亿元, 成功降低了财务成本。公司在 9 月底公告回售 16 宝丰 02 债券, 顺利回售了 9.56 亿元公司债券, 预计 Q4 公司的财务费用将进一步降低。

竞买红墩子煤业失败, 预计公司继续整合上游资源。公司在 9 月份参与竞买宁夏红墩子煤业有限公司 60% 股权及相关债权, 希望进一步整合宁东地区煤炭资源, 加强自身产业链的原料煤的自供比例。虽然本次竞买宣告失败, 但是对公司目前产业布局并没有实质性影响, 预计公司会继续在上游煤炭资源整合方面寻找合适的标的。公司红四煤矿 (240 万吨产能) 已经于 6 月份投产, 丁家梁煤矿预计在年内投产, 另外在产的马莲台煤矿在进行安全技术改造, 以上项目完成之后, 公司煤炭自给率将进一步提升, 有利于公司继续降低原材料成本。

风险提示: 项目投产进度不及预期; 原材料价格上涨, 产品价格大幅下跌。

投资建议: 维持“买入”评级。考虑到公司的煤制烯烃二期项目甲醇制烯烃装置已经按照预期顺利投产, 2019 年 Q4 预计可以增加部分聚烯烃产量, 2020 年公司聚烯烃产量将大幅增长。我们预计 2019-2021 年归母净利润 42.5/60.2/69.9 亿元, 同比 15/42/16%, 摊薄 EPS=0.58/0.82/0.95 元, 对应 PE=17.1/12.1/10.4。与传统煤化工龙头企业华鲁恒升相比, 公司估值相对较高, 但是二者产品并不相同, 且宝丰能源的 ROE 和 PEG 显著强于华鲁恒升。考虑到公司成本优势明显, 分红凸显长期投资价值, 我们上调至“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191024	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600989	宝丰能源	9.92	727	0.56	0.58	0.82	0.95	17.7	17.1	12.1	10.4	27.0	1.2	买入
600426	华鲁恒升	16.12	262	1.86	1.57	1.76	1.90	8.7	10.3	9.2	8.5	25.0	NA	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测及整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1434	1500	6198	12445	营业收入	13052	14195	18730	21291
应收款项	167	181	239	272	营业成本	6931	7476	9749	11034
存货净额	507	467	617	704	营业税金及附加	258	284	355	404
其他流动资产	167	182	240	273	销售费用	401	436	543	617
流动资产合计	2276	2330	7294	13694	管理费用	386	589	574	603
固定资产	20934	24115	24869	25400	财务费用	532	412	426	410
无形资产及其他	1247	1197	1147	1097	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2373	2373	2373	2373	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(39)	0	0	0
资产总计	26829	30015	35683	42563	营业利润	4504	4998	7082	8223
短期借款及交易性金融负债	3280	5091	3280	3280	营业外净收支	(221)	0	0	0
应付款项	1577	1450	1918	2189	利润总额	4283	4998	7082	8223
其他流动负债	2623	2516	4313	6030	所得税费用	588	750	1062	1233
流动负债合计	7480	9057	9511	11499	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5466	4866	5866	5866	归属于母公司净利润	3696	4248	6020	6989
其他长期负债	201	201	201	201					
长期负债合计	5666	5066	6066	6066	现金流量表 (百万元)				
负债合计	13147	14123	15577	17565	净利润	3696	4248	6020	6989
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(87)	0	0	0
股东权益	13683	15892	20105	24998	折旧摊销	764	1868	2297	2519
负债和股东权益总计	26829	30015	35683	42563	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	532	412	426	410
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1686)	(222)	1999	1835
每股收益	0.56	0.58	0.82	0.95	其它	87	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.29	0.28	0.25	0.29	经营活动现金流	2774	5894	10315	11343
每股净资产	2.07	2.17	2.74	3.41	资本开支	(2332)	(5000)	(3000)	(3000)
ROIC	21%	19%	25%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	27%	27%	30%	28%	投资活动现金流	(2332)	(5000)	(3000)	(3000)
毛利率	47%	47%	48%	48%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	38%	40%	41%	负债净变化	334	(600)	1000	0
EBITDA Margin	45%	51%	52%	52%	支付股利、利息	(1922)	(2039)	(1806)	(2097)
收入增长	6%	9%	32%	14%	其它融资现金流	2249	1811	(1811)	0
净利润增长率	26%	15%	42%	16%	融资活动现金流	(927)	(828)	(2617)	(2097)
资产负债率	49%	47%	44%	41%	现金净变动	(485)	66	4698	6246
息率	2.9%	3.1%	2.8%	3.2%	货币资金的期初余额	1920	1434	1500	6198
P/E	17.7	17.1	12.1	10.4	货币资金的期末余额	1434	1500	6198	12445
P/B	4.8	4.6	3.6	2.9	企业自由现金流	1125	1244	7677	8692
EV/EBITDA	13.5	11.9	9.0	8.1	权益自由现金流	3707	2105	6504	8343

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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