

2019年10月27日

宝丰能源 (600989.SH)

公司快报

证券研究报告

树脂

三季度符合预期，二期项目进入投产期

■事件：宝丰能源公布2019年三季度报，Q1~Q3实现营收97.47亿元（同比+4.92%），归母净利润28.33亿元（同比+18.63%），扣非归母净利润27.73亿元（同比+6.98%）；其中Q3实现营收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%），扣非

归母净利润9.84亿元（环比+14.82%）。公司于7月提前赎回19亿元公司债券，合计减少有息负债40.14亿元。

■点评：宝丰能源三季度业绩小幅下调，我们分析Q3营收同比、环比均下降，归母净利润同比下降、环比上升多系主营产品销售均价下调所致。

(1) 焦化产品中，Q1~Q3焦炭营收占比42.3%，销售均价1195.39元/吨（同比-0.87%）。环保重压下，焦炭市场供给端被迫改革，供需结构得以改善。其价格中枢自18年下半年以来上移趋势明显，19Q3小幅下探。

(2) 烯烃产品中，Q1~Q3聚乙烯、聚丙烯营收各占约20%，均价分别为7080.36元/吨（同比-13.65%）、7792.42元/吨（同比-6.31%）。19年以来，受原油价格低位震荡及新增产能不断释放影响，聚乙烯、聚丙烯市场价一路走跌，三季度则呈现企稳态势。

(3) 精细化工产品中，Q1~Q3营收合计占比8.32%。纯苯销售均价3790.91元/吨（同比-25.89%），改质沥青均价3281.51元/吨（同比-5.82%），MTBE均价4822.87元/吨（同比-7.47%）。19年上游原油、煤炭价格下行传导程度较大，导致精细化工产品价格同比均下调。此外公司营业成本中原材料采购成本占比约60%，而19Q1~Q3原煤价格同比、环比皆大幅下调致使营业成本下降。

■多因素共振增强公司降本挖潜力度：公司在降低成本方面具有较大的潜力。原材料方面，新增煤炭产能共计300万吨，预计19年年底投产，届时煤炭产能增至800万吨/年。据公司招股书，17、18年煤炭自产与外采价差为256.96元/吨、240.89元/吨，可以预计投产后煤炭成本降幅明显，同时抵御原材料价格波动能力提升。新技术开发方面，公司新型MTO催化剂研制成功，双烯（乙烯、丙烯）收率达到33.68%，甲醇单耗由3.23降至2.97，以120万吨聚烯烃产能测算，全年将节省31.2万吨甲醇消耗。能耗方面，公司于下半年开工建设90MW/年光伏自用电示范项目，将进一步降低用电成本。长期来看，公司营业成本下降空间较大。

投资评级 **增持-A**

维持评级

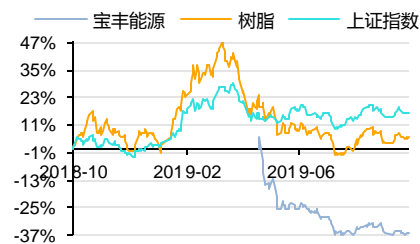
6个月目标价：**12.4元**

股价（2019-10-25）**9.94元**

交易数据

总市值(百万元)	72,893.60
流通市值(百万元)	7,289.60
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	9.81/16.85元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.34	-9.48	-13.7
绝对收益	-4.45	-9.13	

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

宝丰能源：新型煤化工产业集群龙头，资源属性强	2019-09-08
宝丰能源：成本降低+产能释放提升业绩，二期项目加快投产/李水云	2019-08-09

■**研发费用及无形资产增加,公司成长性可期:**Q3 公司加大研发投入,研发费用同比增加 257%,重点进行烯烃新牌号开发及炼焦工艺研究等项目,未来有望实现双聚产品牌号全覆盖。同时公司于近期取得煤矿采矿权以及黄河取水权,无形资产较上年末增长 158.95%,公司位于煤矿资源丰富且依傍黄河的宁夏地区,此番取得采矿权和取水权,巩固了公司的资源壁垒。

■**新建烯烃项目提前投产,供需缺口下抢占市场先机:**供给端受技术壁垒和资金壁垒限制,烯烃产品供需缺口仍在,同时 18 年国内聚乙烯和聚丙烯的进口依存度分别为 49.5%、13.7%,烯烃市场亟待提升国产化率。公司 IPO 募投项目年产 60 万吨焦炭气化制烯烃项目中甲醇制烯烃工段已于 10 月建成且成功试车,焦炭气化制甲醇工段建设进度目前达 80%,项目整体将提前至年底投产,届时公司聚烯烃产品产能翻番至 120 万吨、甲醇产能增至 390 万吨。据公司招股书披露,达产后每年将贡献营收 57.67 亿元。此外,公司计划于年底启动三期烯烃项目,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 万吨精细化工品。公司此番扩产有望抓住市场机遇,抢占市场份额。

■**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

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%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	465	425	382	236	207
货币资金	1,919.6	1,434.4	7,452.8	15,160.5	23,685.9	流动营业资本周转天数	-75	-94	-93	-68	-71
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	137	73	179	230	312
应收账款	28.3	14.7	1,456.8	437.8	813.4	应收帐款周转天数	1	1	18	14	9
应收票据	447.8	152.0	1,503.7	837.8	1,442.1	存货周转天数	14	13	14	15	15
预付帐款	84.3	57.0	111.0	187.5	138.7	总资产周转天数	771	715	791	600	643
存货	454.1	507.3	645.0	1,265.3	914.7	投资资本周转天数	528	511	486	284	242
其他流动资产	60.3	110.4	832.8	334.5	425.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.5%	27.0%	22.7%	26.1%	22.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	13.8%	11.5%	15.2%	14.2%
长期股权投资	-	-	3,000.0	4,000.0	4,000.0	ROIC	19.9%	25.1%	24.1%	36.5%	40.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	15,739.4	15,066.3	15,438.8	15,564.7	14,674.0	销售费用率	3.8%	3.1%	3.4%	3.4%	3.3%
在建工程	3,502.0	5,867.5	5,874.5	5,912.1	5,912.1	管理费用率	2.4%	3.0%	2.5%	5.5%	5.5%
无形资产	1,271.4	1,246.9	1,230.1	1,212.6	1,194.4	财务费用率	4.1%	4.1%	2.8%	0.9%	0.0%
其他非流动资产	1,522.6	2,372.7	-1,295.2	-2,142.2	-2,027.5	三费/营业收入	10.3%	10.1%	8.7%	9.8%	8.7%
资产总额	25,029.7	26,829.2	36,250.3	42,770.5	51,173.6	偿债能力					
短期债务	890.0	1,086.0	3,286.0	4,000.0	4,000.0	资产负债率	54.2%	49.0%	49.4%	41.9%	37.2%
应付帐款	1,063.2	549.6	3,658.5	2,190.3	3,609.3	负债权益比	118.3%	96.1%	97.6%	72.2%	59.3%
应付票据	902.0	1,027.7	2,328.3	2,632.9	2,851.0	流动比率	0.37	0.30	0.84	1.26	1.76
其他流动负债	5,259.3	4,817.0	5,092.6	5,609.6	5,105.1	速动比率	0.31	0.24	0.79	1.17	1.70
长期借款	2,056.3	2,390.4	140.0	140.0	140.0	利息保障倍数	8.37	9.54	13.76	36.71	-714.78
其他非流动负债	3,395.4	3,275.8	3,396.6	3,355.9	3,342.8	分红指标					
负债总额	13,566.2	13,146.6	17,902.0	17,928.8	19,048.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	6,600.0	6,600.0	7,333.4	7,333.4	7,333.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,677.1	6,854.6	11,014.9	17,508.3	24,792.1						
股东权益	11,463.6	13,682.6	18,348.3	24,841.7	32,125.4						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	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
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@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	huzhen@essence.com.cn
	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