

“黑金”铸“白马”，掘金正当时

宝丰能源(600989.SH)

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **深挖“黑金”价值，迎来二次腾飞** 公司位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地核心区，依托区域内丰富的煤炭资源，2015-2020年公司通过烯烃产能释放实现第一轮成长。目前公司拥有煤炭 750 万吨/年、甲醇 390 万吨/年、聚乙烯 60 万吨/年、聚丙烯 60 万吨/年、焦炭 400 万吨/年。2021-2025 年公司仍将投产 300 万吨/年焦炭、100 万吨/年烯烃三期，并在内蒙布局了 400 万吨/年烯烃项目，深挖“黑金”价值，步入新一轮高速成长期，迎来二次腾飞。
- **成本行业领先，构筑强大护城河** 公司构筑了强大的成本护城河，是保持长期竞争力的本质所在。公司焦炭业务煤炭自给率 50%左右，高于同行的 0-20%水平区间，原料优势助力公司吨毛利、毛利率处在行业领先地位。公司聚烯烃成本较可比公司低 20%左右，主要体现在折旧成本低，其次是焦炉气制甲醇等带来的原料成本优势，以及人工成本低。经测算，2016-2019 年公司平均原材料、燃料及动力成本节省 234 元/吨、折旧和摊销成本节省 810 元/吨、人工成本节省 231 元/吨。
- **焦炭供需格局趋稳，公司产能扩张提升业绩** 政策驱动焦炭行业持续去产能，“十三五”超额完成目标，焦炭行业盈利能力显著提升。随着“十四五”进一步化解过剩产能，预计净增加产能有限。受 2021 年我国坚决压减钢铁产量影响，焦炭需求将受到一定压制。我们认为，在供给侧改革背景下，焦炭行业集中度将进一步提升，预计行业仍将保持较好利润区间。公司依托焦炭 300 万吨/年产能扩张将显著增厚利润。
- **煤制烯烃成本优势显著，公司跨周期高成长可期** 烯烃原料多元化趋势带来新一轮扩产高峰，成本之争将主导行业竞争新格局。我们认为，当前煤价飙升是阶段性的，未来将回归合理区间，煤路线将再现成本优势；随着油价中枢上行，煤路线成本优势将更加凸显。公司布局烯烃三期 100 万吨/年项目以及内蒙 400 万吨/年烯烃项目，原料和规模优势助力公司进一步降本增效，实现跨周期高成长。若公司焦炭和烯烃在建产能全部投产，按油价 60 和 80 美元/桶测算，归母净利润分别为 241、291 亿元，EPS 分别为 3.28、3.96 元，对应 PE 分别为 4.8、4.0。
- **主要财务指标**

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13568.20	16321.72	18089.18	24455.36
增长率(%)	3.95%	20.29%	10.83%	35.19%
归母净利润(百万元)	3801.87	4896.95	5303.91	7243.40
增长率(%)	2.88%	28.80%	8.31%	36.57%
EPS(元)	0.52	0.67	0.72	0.99
PE	30.50	23.68	21.86	16.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示：**煤炭价格大幅上涨的风险，油价大幅下跌的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

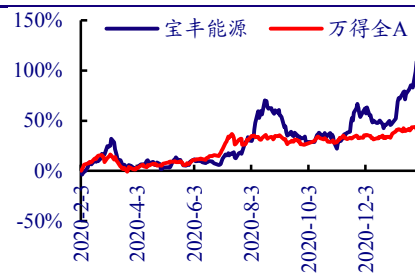
市场数据

2021.01.28

A 股收盘价(元)	15.81
A 股一年内最高价(元)	17.02
A 股一年内最低价(元)	7.13
上证指数	3505
市盈率	28.13
总股本(万股)	733336
实际流通 A 股(万股)	196145
流通 A 股市值(亿元)	310

市场表现

2021.01.28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】化工行业_烯烃产业链_成本之争主导竞争新格局，规模扩张助力跨周期高成长_20210107

【银河化工】2021 年年度投资策略报告_化工行业_成本与成长，塑造行业发展新业态_20201214

【银河化工】2020 年四季度投资策略报告_化工行业：量价角度探寻高成长标的，优质细分龙头业绩可期_20200923

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1. 中远期油价中枢向上, 假设 2021、2022 年 Brent 油价均价分别为 55 美元/桶、60 美元/桶; 远期 400 万吨/年烯烃项目全部达产时按油价分别为 60 美元/桶、80 美元/桶测算。

2. 考虑到烯烃产业链进入扩产高峰期, 整体盈利能力(聚烯烃-原油价差)存在收窄趋势; 焦炭产业链盈利能力假设基本不变。

3. 假设 2021 年底投产焦炭二期 300 万吨/年项目, 2022 年底投产烯烃三期 100 万吨/年项目, 且均于下一年满产。

4. 假设远期内蒙 400 万吨/年烯烃项目煤炭自给, 吨成本在 100 元/吨, PE、PP 各有 220 万吨/年销量是来自自产煤。

我们与市场不同的观点:

煤制聚烯烃多为通用牌号, 市场竞争非常激烈, 竞争的核心在于成本。2020 年四季度至今, 煤价大幅上涨对煤路线成本带来极大扰动, 目前煤路线成本已超过石油路线成本。我们认为, 煤价飙升是阶段性的, 未来将回归合理区间, 煤化工路线将再现成本优势。

市场担心煤路线参与者增多的问题。我们认为, 虽然煤制烯烃在技术上不存在门槛, 但公司在布局上占据先发优势, 内蒙项目布局走在行业前列, 且取得实质进展。公司在项目建设、管理方面经验丰富, 项目团队支撑力强, 也对项目顺利实施奠定了坚实保障。

估值与投资建议:

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 163、181、245 亿元, 同比变化 20.29%、10.83%、35.19%; 归母净利润分别为 49.0、53.0、72.4 亿元, 同比变化 28.80%、8.31%、36.57%; 每股收益 (EPS) 分别为 0.67、0.72、0.99 元, 对应 PE 分别为 23.7、21.9、16.0。

若公司焦炭和烯烃在建产能全部投产, 按油价 60 和 80 美元/桶测算, 归母净利润分别为 241、291 亿元, EPS 分别为 3.28、3.96 元, 对应 PE 分别为 4.8、4.0。

看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

油价上涨带来终端聚烯烃销售价格提升; 焦炭二期 300 万吨/年、烯烃三期 100 万吨/年等项目如期投产; 400 万吨/年煤制烯烃项目取得重大进展等。

主要风险因素:

煤炭价格大幅上涨的风险, 油价大幅下跌的风险, 新建项目达产不及预期的风险等。

目录

一、深挖“黑金”价值，迎来二次腾飞.....	1
（一）我国“富煤贫油少气”资源禀赋支撑现代煤化工战略地位.....	1
（二）公司区位优势凸出，将迎来新一轮高成长.....	2
（三）烯烃和焦炭贡献主要盈利，预计仍将保持高盈利水平.....	3
二、成本行业领先，构筑强大护城河.....	4
（一）自产煤优势助力公司焦炭项目高盈利.....	4
（二）聚烯烃成本优势显著，构筑长期发展护城河.....	5
三、焦炭供需格局趋稳，公司产能扩张提升业绩.....	8
（一）供给侧改革持续深化，促进行业高质量发展.....	8
（二）公司焦炭产能扩张，将贡献明显利润.....	11
四、煤制烯烃成本优势显著，公司跨周期高成长可期.....	12
（一）烯烃原料多元化趋势持续，行业竞争愈演愈烈.....	12
（二）煤路线成本优势显著，油价上行业绩弹性大.....	13
（三）公司业务规模扩张，未来业绩高成长可期.....	14
五、公司估值及投资建议.....	15
六、风险提示.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

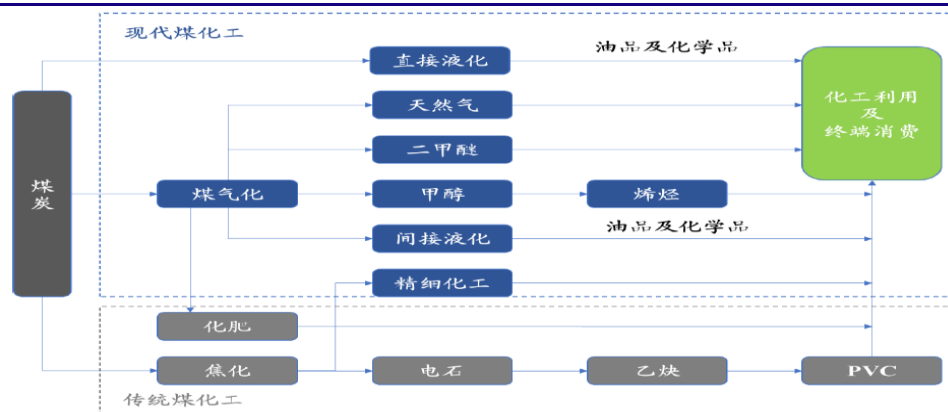
一、深挖“黑金”价值，迎来二次腾飞

（一）我国“富煤贫油少气”资源禀赋支撑现代煤化工战略地位

煤炭，又被称为“黑金”，“黑”是它的颜色，“金”是它的价值。煤炭是我国第一大一次能源，又是非常重要的化工原料，其价值和重要性不言而喻。

煤化工是以煤为原料，经化学加工转化为气体、液体和固体燃料以及化学品的过程。煤化工分为传统煤化工和现代煤化工。传统煤化工主要产品为焦炭、化肥、电石、PVC等。现代煤化工以生产洁净能源和可替代石油化工的基础化工原料为主，包括煤制甲醇、煤制烯烃、煤制天然气等。

图 1：传统煤化工和现代煤化工产业



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

据 BP 统计数据，2019 年我国石油、天然气、煤炭探明储量占世界比例分别为 1.5%、4.2%、13.2%。这种“富煤贫油少气”的资源禀赋使得我国石油、天然气对外依存度高企，2020 年分别达到 73.5%、41.9%。适度发展现代煤化工不仅是实现煤炭资源高效利用的有力手段，更为主要的是形成油气资源的替代及技术装备储备，对我国的能源安全具有重要战略意义。国家相关部委和行业协会在现代煤化工产业布局、行业规划等方面陆续出台了相关的鼓励、支持和引导政策，我们相信现代煤化工将在今后的长期发展中占据越来越重要的地位。

表 1：“十三五”以来煤化工行业相关政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2016.4	现代煤化工“十三五”发展指南	中国石油和化学工业联合会	“十三五”期间，完善现代煤化工产业布局，结合国家大型煤炭基地开发，以石油替代产品和石油安全应急保障能力建设为重点，在蒙东、蒙西、新疆、陕北、宁东等中西部地区建设大型煤化工产业基地，形成与东部石化产业互补的产业格局。
2016.4	石油和化学工业“十三五”发展指南	中国石油和化学工业联合会	“十三五”期间中国要加快现有乙烯装置的升级改造。到 2020 年，全国乙烯产能 3200 万吨/年，年产量约 3000 万吨，其中煤（甲醇）制乙烯所占比例达到 20%以上。 - 煤制烯烃在技术逐步完善、资源利用和环境保护水平提升的基础上，适时扩大产能。
2016.12	能源发展“十三五”规划	国家能源局	按照国家能源战略技术储备和产能储备示范工程的定位，合理控制发展节奏，有序发展煤炭深加工，稳妥推进煤制燃料、煤制烯烃等升级示范。
2016.12	煤炭工业发展“十三五”规划	国家能源局	降低鲁西、冀中、河南、两淮大型煤炭基地生产规模，控制冀东（东北）、晋北、晋中、晋东、云贵、宁东大型煤炭基地生产规模，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设，推进煤炭深加工产业示范。
2017.2	煤炭深加工产业示范“十三五”规划	国家能源局	对“十三五”期间煤炭深加工示范项目的发展提出了明确目标，预计到 2020 年，国内煤制油产能增至 1300 万吨/年、煤制天然气产能增至 170 亿立方米/年、低阶煤分

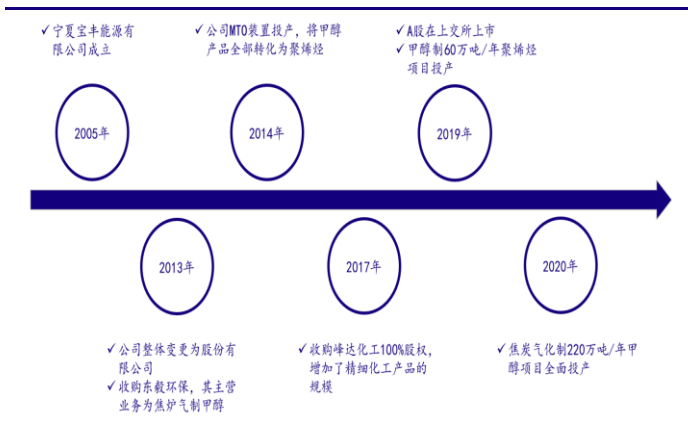
			质利用产能为 1500 万吨/年（煤炭加工量）。
2017.3	现代煤化工产业创新发展布局方案	国家发改委、工信部	规划布局内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，推动产业集聚发展，逐步形成世界一流的现代煤化工产业示范区。
2018.1	关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见	国家发改委	支持煤炭与煤化工企业兼并重组。鼓励煤炭与煤化工企业根据市场需要出发实施兼并重组，有序发展现代煤化工，促进煤炭就地转化，发展高科技含量、高附加值产品。实现煤炭原料上下游产业的有机融合，增强产业相互带动作用。
2019.10	产业结构调整指导目录（2019 年本）	国家发改委	将 100 万吨/年以下煤制甲醇生产装置（尾气综合利用除外）、新建 7 万吨/年以下聚乙烯、20 万吨/年以下聚丙烯装置列为限制类。
2020.4	中华人民共和国能源法（征求意见稿）	国家能源局	促进煤炭清洁高效利用，适当发展煤制燃料和化工原料。

资料来源：政府官网，中国银河证券研究院

（二）公司区位优势凸出，将迎来新一轮高成长

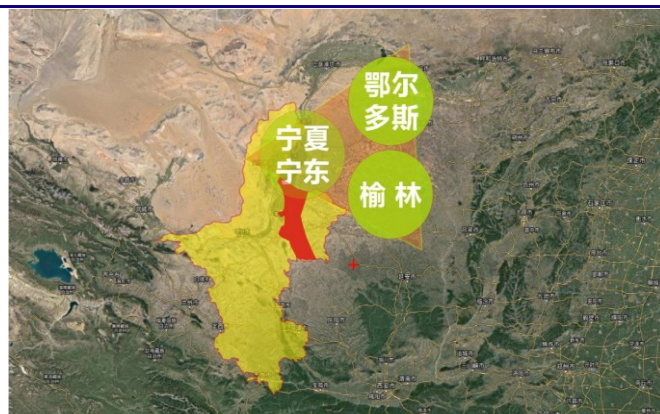
公司位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地核心区，区域内煤炭资源非常丰富，煤炭产量约占全国总产量的 1/3；生产基地近临黄河，沿黄经济区产业结构的持续调整，为现代工业的发展腾出了更多的水资源；区域及周边公路交通网络完善，且公司自有铁路与国铁直接接轨，物流运输发达便捷。公司通过集成国内外专业的技术及装备，形成了“煤、焦、气、化、油、电”多联产循环经济产业链，实现了煤炭资源由燃料向化工原料的转变及清洁、高效利用，是典型的煤基多联产循环经济示范企业。

图 2：公司发展历程回顾



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：公司位于中国能源化工“金三角”



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

2015-2020 年公司实现第一轮成长，2021-2025 年将迎来第二轮高成长。公司自 2015 年投产一期 60 万吨/年烯烃项目，正式开启第一轮成长周期。2019 年 10 月投产二期 60 万吨/年烯烃，实现烯烃产能翻番；2020 年 6 月投产 220 万吨/年甲醇，烯烃生产用甲醇将全部自给；2020 年 7 月取得 240 万吨/年红四煤矿采矿许可证，煤炭自给率提升。目前公司拥有煤炭 750 万吨/年、甲醇 390 万吨/年、聚乙烯 60 万吨/年、聚丙烯 60 万吨/年、焦炭 400 万吨/年。未来公司仍将投产 300 万吨/年焦炭、100 万吨/年烯烃三期，并在内蒙布局了 400 万吨/年烯烃项目，公司正式步入第二轮高速成长期。

表 2：公司主要装置产能及未来扩张情况（万吨/年）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	远期(全投产)
甲醇	170	170	170	170	390	390	640	1740
煤炭	510	510	510	510	750	750	750	840

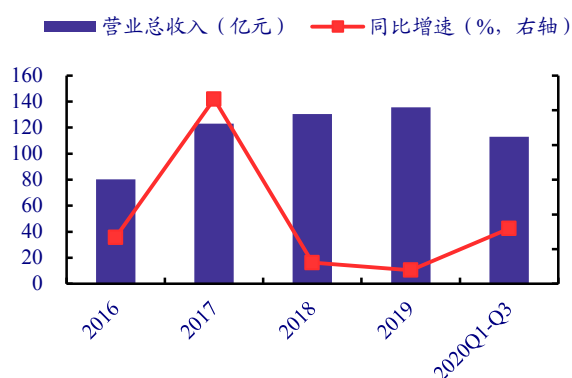
聚乙烯	30	30	30	60	60	60	110	310
聚丙烯	30	30	30	60	60	60	110	310
焦炭	400	400	400	400	400	700	700	700

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）烯烃和焦炭贡献主要盈利，预计仍将保持高盈利水平

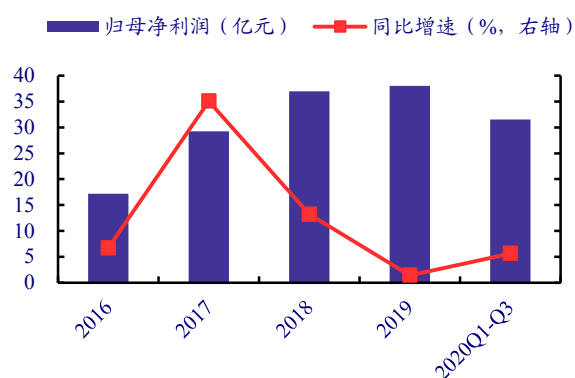
近些年，受益于公司第一轮产能释放带来的积极影响，公司营收和归母净利连年正增长，2016-2019 年年均复合增速分别为 19.1%、30.3%；2020 年前三季度分别同比增长 15.9%、11.3%，即使在油价低迷情况下仍保持良好的盈利能力。

图 4：2016-2020Q3 年公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

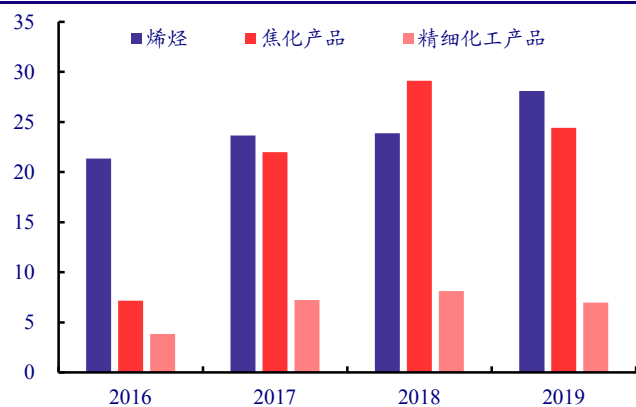
图 5：2016-2020Q3 年公司归母净利及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

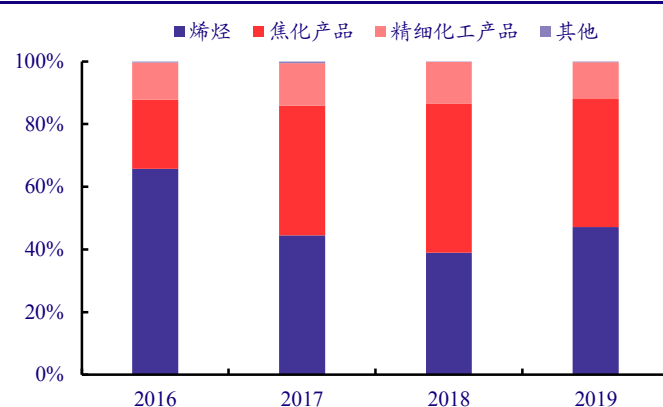
烯烃和焦化产品贡献了公司 85% 以上的毛利，烯烃占比有望逐渐提升。2019 年 10 月投产二期 60 万吨/年烯烃，导使得 2019 年烯烃业务毛利规模和占比提升；2020 年烯烃毛利占比将进一步提升。烯烃毛利率自 2015 年起维持在 40%-50% 之间，保持良好的盈利水平；焦化产品毛利率在 2015-2019 年整体呈现上升趋势，主要是受到焦炭行业化解过剩产能驱动。预计未来随着油价中枢上行以及焦炭行业的持续去产能，公司烯烃和焦炭仍将保持较高的盈利水平。

图 6：公司主营业务毛利规模（亿元）



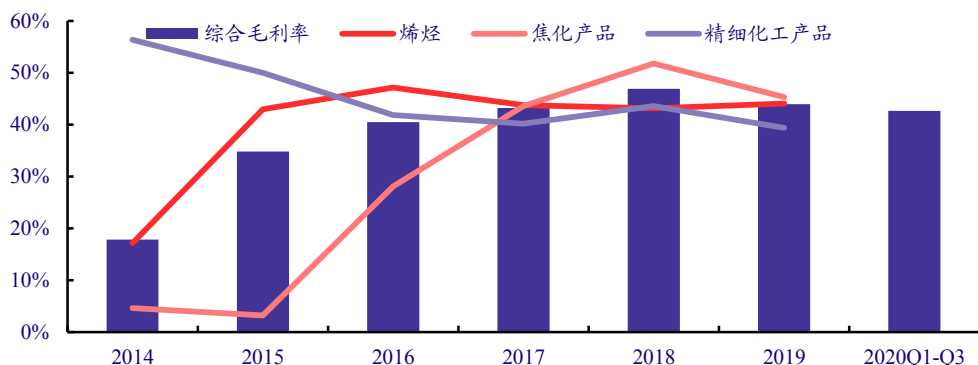
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7：公司各业务毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 8：公司各主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、成本行业领先，构筑强大护城河

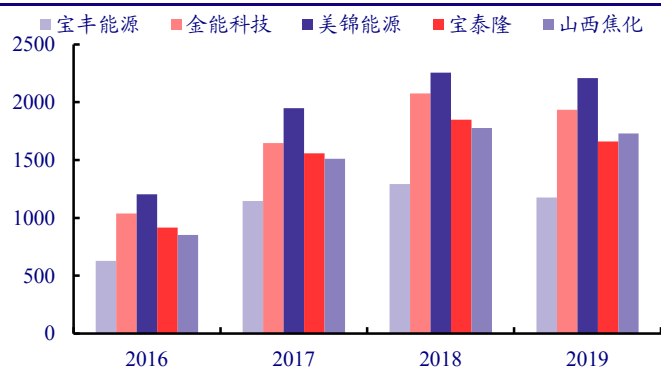
公司市场竞争力的直接表现是比行业低 15% 以上的成本，在财务上体现为更低的原料成本、折旧摊销和人工费用，但背后实质反映出的是公司一体化产业协同、高效的工程化能力和固定资产投资管理能力。公司循环经济产业链一次性规划，集中布局，分期实施，形成了超大单体规模的产业集群，上下游生产单元衔接紧密，大幅降低了单体项目投资、公辅设施投资、财务成本、能源消耗、物流成本、管理成本，构筑了强大的成本护城河，是公司保持长期竞争力的本质所在。

（一）自产煤优势助力公司焦炭项目高盈利

公司目前拥有 360 万吨/年马莲台煤矿、150 万吨/年四股泉煤矿、240 万吨/年红四煤矿，合计 750 万吨/年煤炭产能。此外，90 万吨/年丁家梁煤矿已完成并通过宁夏自治区发改委审查，也将进一步提升公司煤炭自给率。

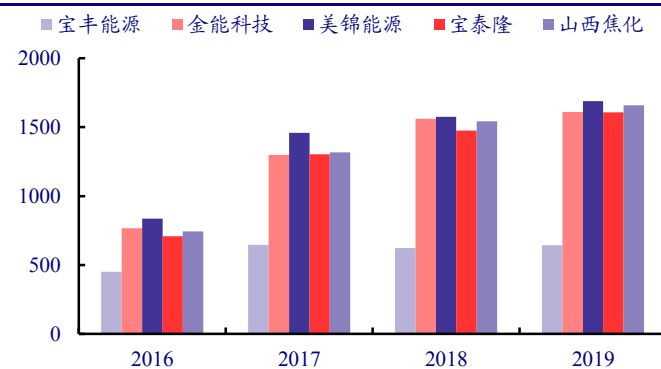
由于公司焦化厂原料以自产煤炭的 1/3 焦煤为主，掺配适量的肥煤、气肥煤、少量的主焦煤、瘦煤等，所产焦炭品级较低，主要是准二级及以下级别的非标焦，导致公司焦炭价格相对较低，但所用原料煤的价格也较低；公司相比山西、河北的焦炭企业，离客户较远，同品级的焦炭出厂价相对较低。因此，公司焦炭业务吨收入和吨成本要明显低于金能科技、美锦能源、宝泰隆、山西焦化等可比公司。

图 9：焦化业务单吨收入对比（元/吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

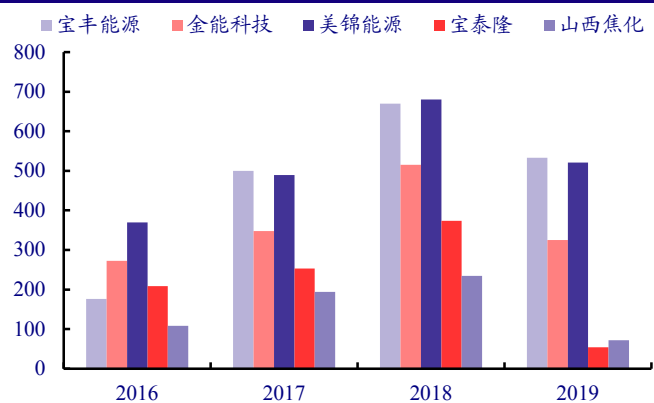
图 10：焦化业务单吨成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

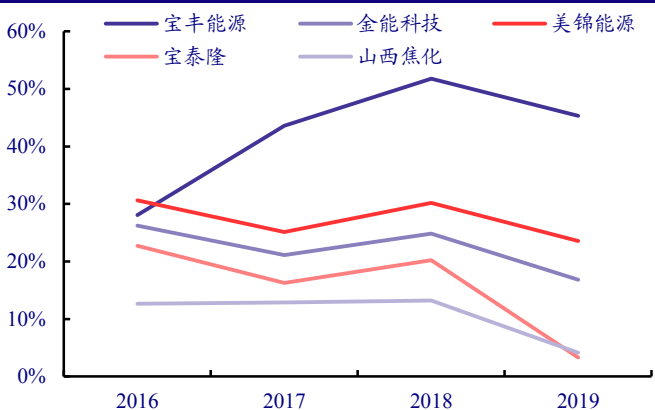
公司以煤炭开采为基础,通过煤炭洗选加工生产精煤并外购部分精煤,精煤经焦化生产焦炭,中煤及煤泥进行热电联产,盈利水平与煤焦一体化企业较为接近。2017-2019 年公司焦化业务吨毛利为 568 元,较可比公司平均值高 229 元/吨;平均毛利率为 46.9%,而可比公司为 10.1%-26.3%。公司吨毛利、毛利率显著高于可比公司的根本原因在于公司原料自给率高,公司自产精煤占原料 50%左右、可比公司比例在 0-20%之间。

图 11: 焦化业务单吨毛利对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 焦化业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 聚烯烃成本优势显著, 构筑长期发展护城河

煤制聚烯烃多为通用牌号, 市场竞争非常激烈, 竞争的核心在于成本。公司 2016-2019 年聚烯烃平均成本为 4134 元/吨。以神华包头一期项目作为比较基准, 其 2016-2019 年平均成本为 5259 元/吨, 公司成本较神华包头低 1125 元/吨, 也远低于目前主流的油制烯烃工艺路线成本。具体拆分来看, 公司 2016-2019 年平均原材料、燃料及动力成本节省 234 元/吨、折旧和摊销成本节省 810 元/吨、人工成本节省 231 元/吨, 而其他成本高 150 元/吨。总的来看, 公司吨产品投资低所带来的低折旧是公司构筑长期发展护城河的关键所在。

表 3: 聚烯烃生产成本对比

公司	项目	2016	2017	2018	2019
宝丰能源	聚烯烃销量 (万吨)	60.02	67.52	62.21	81.38
	原材料、燃料及动力 (亿元)	17.62	23.81	23.94	27.66*
	折旧和摊销 (亿元)	3.02	3.54	3.39	3.73
	人工成本 (亿元)	1.42	1.34	1.56	1.87
	其他 (亿元)	2.10	2.20	2.76	2.35*
	分摊后单位成本 (元/吨)	3659	4253	4629	3994
	原煤采购价格 (元/吨)	223	385	392	323
中国神华	聚烯烃销量 (万吨)	57.47	63.34	61.31	62.13
	原材料、燃料及动力 (亿元)	19.68	26.22	25.60	22.44
	折旧和摊销 (亿元)	9.15	8.90	8.70	8.60
	人工成本 (亿元)	2.76	2.90	3.23	3.33
	其他 (亿元)	1.10	1.24	0.79	1.64
	分摊后单位成本 (元/吨)	4991	5392	5380	5274
	煤炭内部结算价格 (元/吨)	237	359	360	363

注: *为银河证券测算值

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

1. 原材料优势

煤制烯烃的原材料、燃料及动力包括煤、辅料及催化剂、水、电等。2016-2019 年公司原材料、燃料及动力平均成本为 3138 元/吨，较神华低 234 元/吨。公司 2016-2019 年外购原煤价格为 223、385、392、323 元/吨，平均价为 331 元/吨；神华的煤炭由集团内部供应，结算价分别为 237、359、360、363 元/吨，平均价为 330 元/吨，原料煤价格无较大差异。

我们认为，2016-2019 年平均成本差异的原因主要是来自生产甲醇的原料不同，神华原料全部为煤炭，而公司除自产甲醇外、还有焦炉气制甲醇和外购甲醇，且焦炉气制甲醇节省的成本要大于外购甲醇额外支出的成本。随着烯烃二期前段 220 万吨/年甲醇项目投产，公司甲醇将实现自给；未来即将投产的 300 万吨/年焦炭项目也将带来更多的焦炉气，公司原料成本优势将进一步凸显。

表 4：宝丰能源与中国神华原材料及能耗成本对比

公司	项目	2016	2017	2018	2019
宝丰能源	聚烯烃销量（万吨）	60.02	67.52	62.21	81.38
	原材料、燃料及动力（亿元）	17.62	23.81	23.94	27.66*
	分摊后单位成本（元/吨）	2669	3279	3501	3102
	原煤（元/吨）	223	385	392	323
中国神华	聚烯烃销量（万吨）	57.47	63.34	61.31	62.13
	原材料、燃料及动力（亿元）	19.68	26.22	25.6	22.44
	分摊后单位成本（元/吨）	3004	3601	3594	3286
	煤炭内部销售价格（元/吨）	237	359	360	363

注：*为银河证券测算值

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 折旧优势

公司折旧成本优势奠定长远发展基础。2016-2019 年公司折旧和摊销平均成本为 465 元/吨，较神华低 810 元/吨；其中公司 2019 年平均成本 418 元/吨，较神华低 842 元/吨。公司与神华生产规模相当，2016-2019 年均具备 60 万吨/年烯烃生产能力（2019 年 10 月公司新增 60 万吨/年烯烃产能）。我们认为，公司投资成本低和折旧年限长是成本低的核心所在。预计公司烯烃二期总投资约 92 亿元，一期和二期烯烃项目平均万吨投资额 1.63 亿、神华为 2.83 亿，分别按 20 年和 17 年折旧计算，公司较神华折旧少 813 元/吨。其中，约 15%是由折旧政策导致、85%是由项目投资成本降低带来的贡献。

表 5：宝丰能源烯烃板块与中国神华煤化工分部折旧及摊销费用对比

公司	项目	2016	2017	2018	2019
宝丰能源	烯烃销量（万吨）	60.02	67.52	62.21	81.38
	折旧和摊销费用（百万元）	302	354	339	373
	分摊后单位折旧及摊销（元/吨）	457	487	496	418
中国神华	烯烃销量（万吨）	57.47	63.34	61.31	62.13
	折旧和摊销费用（百万元）	915	890	870	860
	分摊后单位折旧及摊销（元/吨）	1397	1222	1221	1260

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 6: 2019 年宝丰能源与中国神华固定资产折旧对比 (百万元)

公司	项目	房屋及构筑物	机器设备	井巷及其他	运输设备	办公设备	合计
宝丰能源	期初余额	7793	9876	870	163	99	18801
	期末余额	8623	12596	879	191	110	22398
	平均值	8208	11236	874	177	105	20600
	本期计提	185	533	33	16	7	775
	残值率	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	折旧年限	42	20	25	10	13	25
公司	项目	土地及建筑物	井巷资产及相关的 机器和设备	发电装置、铁路、港 口构筑物及船舶设备	煤化工专用设备	家具、固定装置、 汽车及其他	合计
中国神华	期初余额	58569	78640	231870	13195	17,690	399964
	期末余额	57703	79901	234255	13358	17,998	403215
	平均值	58136	79271	233063	13277	17,844	401590
	本期计提	1876	4454	10067	770	600	17767
	残值率	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	折旧年限	30	17	22	17	29	22

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司投资成本低来源于高效的工程化能力和固定资产投资管理能力。公司拥有较强的固定资产投资管理能力,项目不找总包、建设采用“E+P+C”模式,公司技术和管理人员全程参与项目的设计、采购和施工,同时几套聚烯烃项目拥有相同的工艺选择和规模,可复制性较强,降低项目建设成本。另外,公司项目较神华投产晚,单位建设成本也有所下降。

表 7: 宝丰能源与可比公司烯烃项目投资额对比

项目名称	地点	产能	投产时间	投资额 (亿元)	万吨投资额 (亿元)	备注
久泰能源(准格尔)有限公司年产 60 万吨烯烃项目	鄂尔多斯	120 万吨/年甲醇项目、60 万吨/年甲醇制聚烯烃	2010 年和 2019 年	142.80	2.38	120 万吨/年甲醇项目于 2010 年投产, 60 万吨/年甲醇制聚烯烃于 2019 年投产
中能股份:中天合创煤炭深加工甲醇制烯烃项目	鄂尔多斯	年产 360 万吨甲醇(中间产品)、137 万吨聚乙烯、聚丙烯	2017	439.2	3.21	
陕西延长中煤榆林能源化工项目	陕西省榆林	180 万吨/年甲醇、60 万吨/年甲醇制烯烃、40 万吨/年聚丙烯和 30 万吨/年低密度聚乙烯/乙烯-醋酸乙烯酯聚脂(LDPE/EVA)一体化装置	2020	144.1	2.06	
神华包头煤制烯烃示范项目	包头	180 万吨/年煤制甲醇、60 万吨/年甲醇制聚烯烃	2011	170.00	2.83	
神华包头煤制烯烃升级示范项目	包头	75 万吨/年煤制聚烯烃装置		171.50	2.29	环境影响报告书已取得生态环境部批复。目前该项目处于开工准备阶段
宝丰一期 60 万吨/年烯烃项目	宁东	150 万吨/年煤和焦炉气制甲醇; 20 万吨/年焦炉废气制甲醇及 60 万吨/年甲醇制聚烯烃	2015	103	1.72	
宝丰二期焦炭气制 60 万吨/年烯烃项目	宁东	焦炭气化制 220 万吨/年甲醇、甲醇制 60 万吨/年聚烯烃项目	2019 年和 2020 年	92*	1.53	后段 60 万吨聚烯烃已于 2019 年 10 月投产, 220 万吨/年甲醇已于 2020 年 6 月投产

注: *为银河证券预测值

资料来源: 公司公告、公司官网, 中国银河证券研究院

3. 人工成本优势

2016-2019 年公司人工平均成本为 209 元/吨，较神华低 231 元/吨。一方面是公司管理效率较高的体现，管理和行政人员少；另一方面在于公司建设投产时间较神华项目晚，设备技术较为成熟，用工数量相对较少。

表 8：宝丰能源与中国神华人工成本对比

公司	项目	2016	2017	2018	2019
宝丰能源	烯烃销量（万吨）	60.02	67.52	62.21	81.38
	人工成本（亿元）	1.42	1.34	1.56	1.87
	分摊后单位人工成本（元/吨）	215	185	228	210
中国神华	烯烃销量（万吨）	57.47	63.34	61.31	62.13
	人工成本（亿元）	2.76	2.9	3.23	3.33
	分摊后单位人工成本（元/吨）	421	398	453	488

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、焦炭供需格局趋稳，公司产能扩张提升业绩

（一）供给侧改革持续深化，促进行业高质量发展

政策驱动焦炭行业持续去产能，“十三五”超额完成目标，“十四五”进一步化解过剩产能。国家、地方政府、行业协会等陆续出台焦炭产业政策，主题紧紧围绕去产能，特别是淘汰落后产能。“十二五”期间，我国焦炭行业共淘汰落后产能 9700 万吨。“十三五”时期，焦化行业计划化解过剩产能 5000 万吨。焦炭去产能目标在 2019 年底前已达成；2020 年国内焦炭产能退多增少，净淘汰大概 2500 万吨，“十三五”去产能目标超额完成。《焦化行业“十四五”发展规划纲要》提出，“十四五”期间焦化生产企业全部达到《焦化行业规范条件》要求，进一步化解过剩产能，加快推动焦化行业高质量发展。

表 9：产业政策推动焦炭行业持续去产能

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2006.3	关于加快焦化行业机构调整的指导意见的通知	国家发改委	按照严格市场准入、控制焦炭产能、淘汰落后工艺、合理利用资源、减少环境污染、促进联合重组的原则，在合理控制总量的基础上，扶优汰劣，调整布局，加快淘汰落后技术装备和生产能力
2014.3	焦化行业准入条件（2014 年修订）	工业和信息化部	- 落实新增产能与淘汰产能等量或减量置换方案 - 焦炭单位产品能耗不超过《焦炭单位产品能源消耗限额》（GB21342-2013）规定的限定值
2016.1	焦化行业“十三五”发展规划纲要	中国炼焦行业协会	“十三五”时期，焦化行业将淘汰全部落后产能，产能满足准入标准的比达 70%以上 - 钢铁企业干熄焦装置配置率达到 90%以上；炉煤气利用率达到 98%以上，水循环率达到 98%以上，吨焦耗新水降至 1.5 吨以下 - 化解过剩产能 5000 万吨 - 焦化准入企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》
2016.12	煤炭工业发展“十三五”规划	国家发改委、国家能源局	改造提升传统煤化工产业，在煤焦化、煤制合成氨、电石等领域进一步推动上大压小，淘汰落后产能
2018.7	打赢蓝天保卫战三年行动计划	国务院	- 重点区域（京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等）严禁新增焦化等产能 - 重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右。
2018.9	京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理	生态环境部等 18 个单位	河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作

攻坚行动方案			
2019.10	京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季 大气污染综合治理 攻坚行动方案	生态环境部等 16 个单位	- 河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度 4.3 米焦炉压减工作 - 河北、山东、河南要按照 2020 年 12 月底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标
2020.6	焦化行业规范条件	工业和信息化部	- 常规焦炉、半焦炉须同步配套煤气净化和利用设施 - 热回收焦炉须同步配套热能回收设施 - 钢铁联合企业焦炉须同步配套干熄焦装置和焦炉煤气精脱硫装置 - 焦化生产企业须配套建设废水处理设施
2021.1	焦化行业“十四五” 发展规划纲要	中国炼焦行业协会	“十四五”期间，焦化生产企业全部达到《焦化行业规范条件》要求 - 根据各地区产业布局优化调整规划，进一步化解过剩产能，通过产能置换、股权置换、产权流转和合资合作等方式实施并购重组，大幅提高产业集中度 - 到 2025 年焦化废水产生量减少 30%，氮氧化物和二氧化硫产生量分别减少 20%；优化固体废弃物处理工艺，固体废弃物资源化利用率提高 10%以上 - 到 2025 年通过二级安全生产标准化审核验收焦化企业达到 50%以上 - 到 2025 年能源管控中心普及率达到 50%以上、全流程信息化管控系统应用达到 50%以上

资料来源：政府官网，中国银河证券研究院

主要产区制定差异化政策，但目标均指向严控产能。由于焦化行业的高污染属性，焦化企业持续面临环保部门监督审查的压力。焦化行业自 2018 年开始严禁环保“一刀切”，由以往的按行业划定限产比例，改为差异化方案，根据不同城市、不同企业安排不同的限产任务。从地区分布来看，我国焦炭产区主要集中山西、河北、陕西、内蒙、山东等地。目前，主要产区纷纷出台相关产业政策，目标均指向淘汰落后产能、严格控制焦炭总产能。我们认为，行业淘汰落后产能进程仍将持续，将促进行业实现高质量发展，大型焦化企业的“领跑差距”将进一步拉大。

表 10：各省市自主严格控制焦炭产能

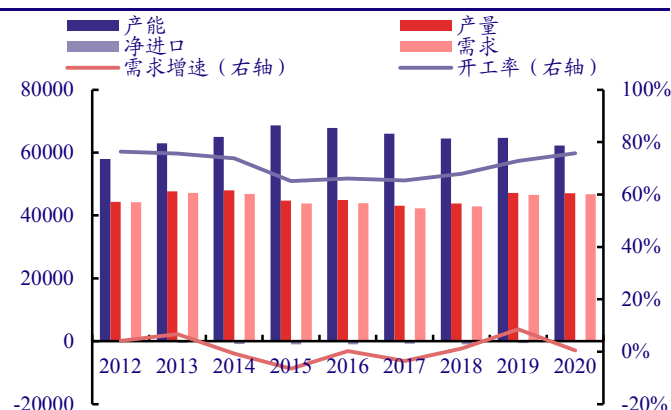
时间	政策名称	发布部门	主要内容
2018.4	陕西省铁腕治霾打赢蓝天保卫战三年行动方案 (2018-2020 年)	陕西	关中核心区禁止新建、扩建和改建石油化工、煤化工、水泥、焦化项目
2018.8	关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见	江苏	- 全力压减粗钢产能，深化节能环保 - 加快构建沿江沿海协调发展新格局 严格控制钢铁行业相关炼焦产能 - 徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升、整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50% 的炼焦产能
2019.5	关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施	河北	2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停，各市可根据实际情况，制定实施提前关停、淘汰计划 坚持控制总量，严禁新增焦炭产能 - 坚持有保有压，清理整顿违规产能
2019.12	内蒙古自治区传统产业高质量发展实施方案	内蒙古	- 围绕进口焦煤资源加工转化，重点在乌海及周边和巴彦淖尔等地区集中布局 2000 万吨焦化项目，焦炭产能控制在 7000 万吨左右 - 通过产能等量或减量置换方式，改造升级现有炭化室高度 4.3 米焦炭项目，改造后炭化室高度达到 5.5 米以上
2020.3	山西省打赢蓝天保卫战 2020 年决战计划	山西	2020 年完成焦化产能压减年度任务，太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉。晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县（市、区）力争全部退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉 2020 年采暖季前，全省关停淘汰压减焦化产能 2000 万吨以上
2020.5	关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通	山东	从项目清单管理来看，炭化室高度 5.5 米及以上焦化项目合计总产能 4420 万吨/年，可以生产或者产能置换，未列入清单项目全部实施“在建停建、在产停产”

知		2020 年全省焦炭产量不超过 3200 万吨，其中对钢焦联合企业、装置产能 100 万吨及以上企业、装置产能 100 万吨以下企业、炭化室高度 4.3 米的上市公司原则上分别按照核定产能 76%、70%、60%和 60%确定每个企业的产量控制目标
2020.10	关于进一步做好焦化行业压减过剩产能各项工作的通知	山西 - 对压减过剩焦化产能的企业给予资金补偿 - 对企业利用自有 5.5 米及以上焦炉产能建设大型焦化项目的“上大关小”情形，允许产能等量置换，且申请备案期限不限于 2020 年之前
2020.12	内蒙古自治区人民政府关于印发乌海及周边地区生态环境综合治理实施方案的通知	内蒙古 - 用三年时间（2021-2023 年）全面淘汰炭化室高度 4.3 米的焦炉 - 新（改扩）建捣固焦炉炭化室高度要达到 6.25 米及以上 - 新建焦化项目必须配套干熄焦装备，并执行钢铁企业中炼焦化学工业污染物超低排放要求 - 现有炭化室高度 5.5 米的焦炉 2023 年底前全部完成干熄焦和超低排放改造

资料来源：政府官网，中国银河证券研究院

供需向好驱动行业盈利能力提升。在去产能背景下，焦炭供给侧收缩，而钢铁产量上行带动焦炭需求稳定增长（2016-2020 年年均复合增长 1.76%），供需向好推动焦炭行业盈利能力提升。2020 年我国焦炭产能 62202 万吨/年，同比净减少约 2500 万吨/年；产量 47116 万吨/年；需求 47065 万吨/年、同比增长 1.16%。自 2020 年 5 月份以来，随着焦炭产能进一步收缩，以及钢厂积极复产，焦炭供需持续向好，库存开始去化，焦炭价格/价差强势上涨。

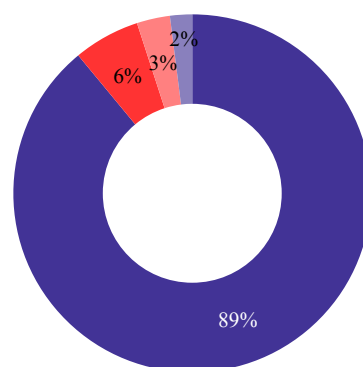
图 13：我国焦炭供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，Wind，中国银河证券研究院

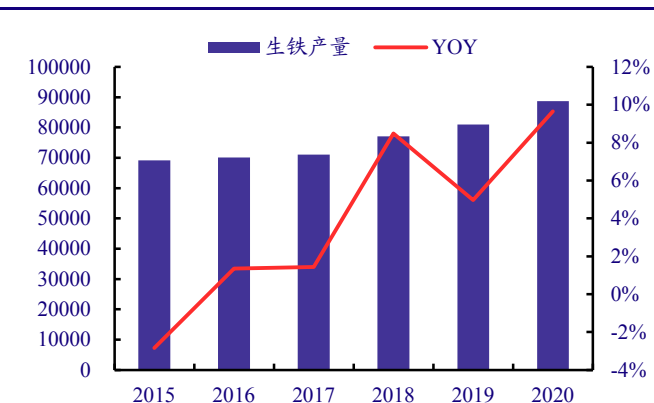
图 14：2020 年我国焦炭消费结构

■ 钢铁行业 ■ 铁合金、电石及其他 ■ 有色金属冶炼 ■ 铸造行业



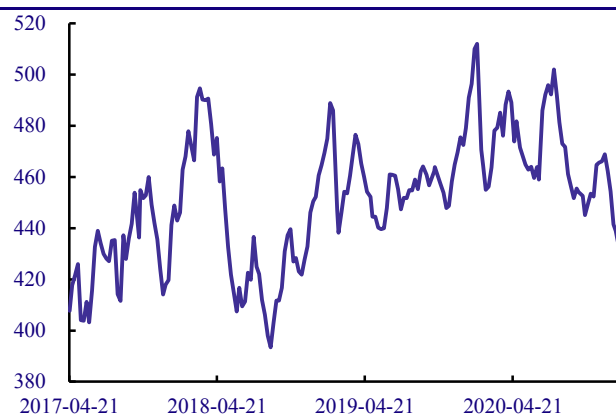
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 15：我国生铁产量及增速（万吨/年）



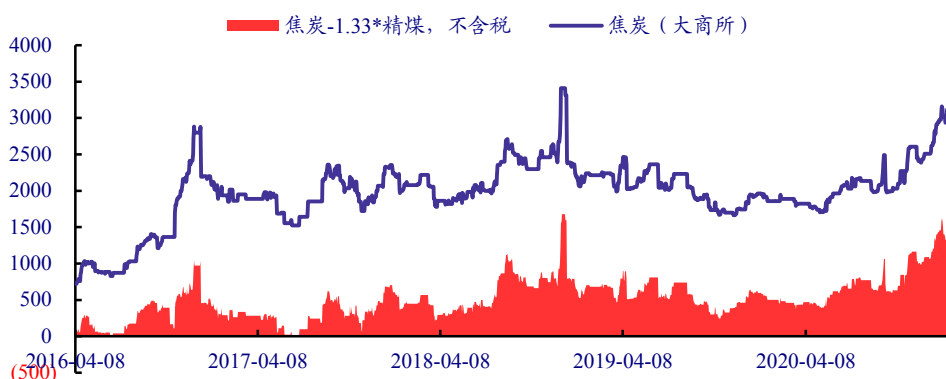
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 16：国内钢厂焦炭库存（万吨）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 17：焦炭价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

预计行业仍将维持较好景气度。在供给端，焦炭行业“十四五”期间仍将持续化解过剩产能。据 Mysteel 数据统计，目前 4.3m 焦炉产能仍在三分之一以上，存在淘汰预期；预计 2021 年焦炭存在净新增产能，但中长期来看净增加有限，同时行业集中度有望提升。在需求端，受 2021 年我国坚决压减钢铁产量、实现同比下降的影响，焦炭需求将受到一定压制。中长期来看，我们认为，在供给侧改革背景下，随着焦炭行业集中度的进一步提升，预计行业仍将保持较好利润区间。

（二）公司焦炭产能扩张，将贡献明显利润

公司拥有 400 万吨/年焦炭产能，近些年的焦炭产量一直保持在 400 万吨/年以上，产能利用率高。受益于国内焦炭行业去产能，公司焦炭产品毛利率呈现稳步增加趋势，由 2015 年的 3.19% 逐步上升至 2019 年的 45.33%。

副产焦炉气用于甲醇装置，实现了资源的高效利用，降低了烯烃原料成本。公司为了回收利用焦化过程中带来的焦炉气，配套煤气化制甲醇装置建设了焦炉气非催化转化装置，该装置将焦炉气中的烷烃与蒸汽、二氧化碳反应转化为高氢气含量的合成气，直接调整煤气化装置产生的合成气中的碳氢比，省去了额外调氢步骤，比单独煤气化装置原料成本更低。同时子公司东毅环保投资建设了 20 万吨/年焦炉废气制甲醇项目，使得焦碳厂所产生的焦炉废气得到综合回收利用。

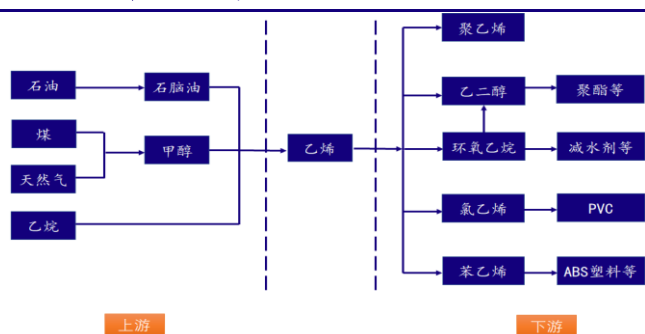
公司计划建设 300 万吨/年煤焦化多联产项目。建设内容主要包括 300 万吨/年焦化、10 万吨/年针状焦、苯加氢装置扩建至 12 万吨/年、焦油加工装置扩建至 40 万吨/年。该项目已于 2020 年 5 月开工建设，计划 2021 年底建成投产。项目投产后公司焦化总产能将达到 700 万吨/年，成为独立焦化企业中产能最大的企业之一。考虑到焦炭行业有望维持较为稳健的利润区间，公司新建项目将显著增厚公司利润。

四、煤制烯烃成本优势显著，公司跨周期高成长可期

（一）烯烃原料多元化趋势持续，行业竞争愈演愈烈

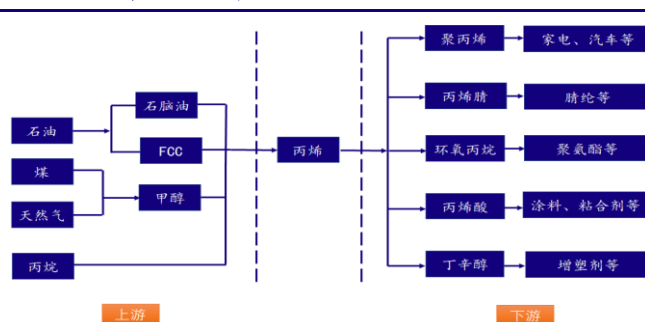
乙烯、丙烯作为基础有机化工原料，是石化工业的基石，用途十分广泛，在国民经济中扮演着非常重要的角色。传统生产乙烯、丙烯的方法是石脑油蒸汽裂解。随着美国页岩革命带来廉价乙烷供应的爆发式增长、我国煤化工的蓬勃发展，以及国内民营企业以进口丙烷切入烯烃领域，我国乙烯、丙烯的生产由传统石油路线向轻质化（乙烷、丙烷、甲醇等）、重质化（煤）路线不断迈进。

图 18：乙烯上下游全产业链



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

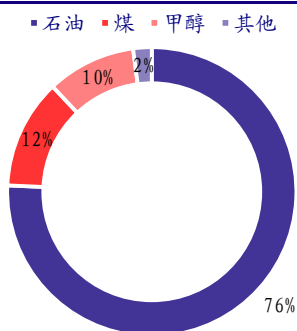
图 19：丙烯上下游全产业链



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

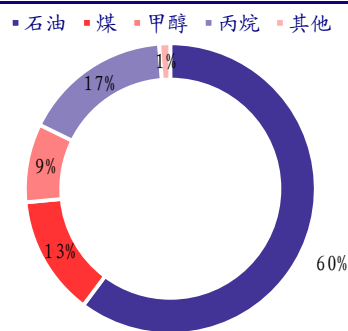
烯烃原料多元化趋势不断持续。就乙烯而言，2015-2019 年全球石油路线（石脑油+瓦斯油蒸汽裂解）乙烯占比由 46.3%下降至 41.8%；乙烷路线占比由 35.4%上升至 40.3%。我国近些年煤路线发展迅速，乙烷路线也驶入快速发展通道、未来将有多套乙烷蒸汽装置投产；石油路线虽然仍占据主流地位，但占比由 2015 年的 83.3%下降至 2019 年的 75.7%，未来这一比例仍存下降趋势。

图 20：2019 年我国乙烯原料构成



资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

图 21：2019 年我国丙烯原料构成

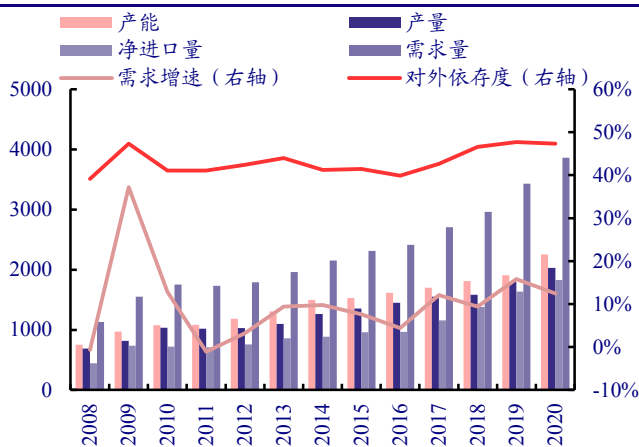


资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

就丙烯而言，随着 PDH、煤制烯烃快速发展，2015-2019 年全球石油路线（蒸汽裂解+催化裂化）生产丙烯占比由 84.9%下降至 77.9%；PDH、煤/甲醇制丙烯等新兴工艺快速发展，产能占比不断提升，由 10.4%提升到 16.5%。我国丙烯多元化趋势走在世界前列，2019 年我国煤/甲醇制丙烯和 PDH 产能分别占到总产能的 22.0%、16.5%；催化裂化约占 32.5%、蒸汽裂解占 27.7%，来自石油路线的丙烯占比由 2010 年的 97.5%下降至目前的 60.2%，未来这一趋势仍将持续。

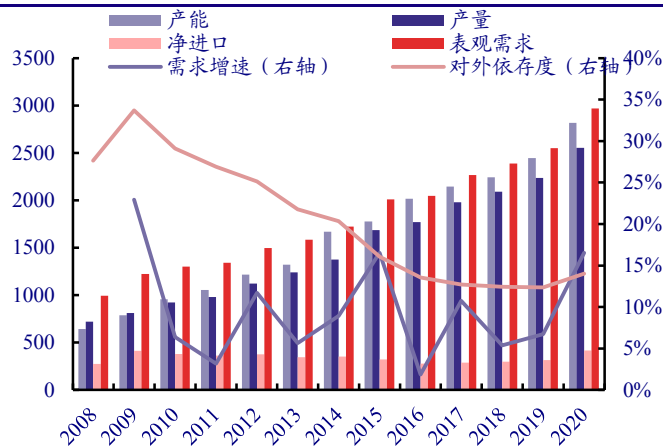
多元化发展带来激烈市场竞争，成本之争主导行业竞争新格局。自 2019 年开始我国烯烃产业链迎来新一轮扩产高峰，将持续到 2022 年前后，预计 2021-2022 年我国 PE、PP 扩产增速分别达到 16.58%、7.94%。2020 年我国 PE 产能 2256 万吨/年，表观需求 3860 万吨/年，2016-2020 年年均复合增速约为 12.82%。2020 年我国 PP 产能 2816 万吨/年，表观需求 2971 万吨/年，2016-2020 年年均复合增速约为 9.76%。2020 年我国 PE、PP 对外依存度分别在 47%、14%，新增产能虽然能够弥补国内一部分市场缺口，但却面临着进口产品的激烈竞争，未来 1-2 年产业链整体盈利能力或将收窄。未来的竞争将主要体现在成本之争，走差异化路线、开发中高端产品也将是行业破冰的优选路线。

图 22：我国聚乙烯（PE）供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 23：我国聚丙烯（PP）供需情况（万吨/年）



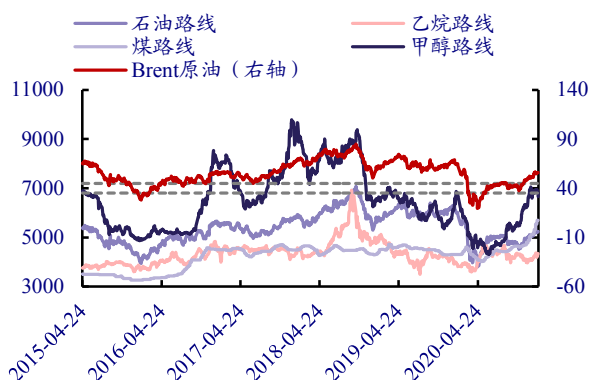
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

（二）煤路线成本优势显著，油价上行业绩弹性大

从烯烃生产成本来看，各路线表现不一。通常来看，乙烷路线基本处在成本线最底端；在油价低于 30 美元/桶甚至要达到更低水平，石油路线方具备成本竞争力；在油价 35-45 美元/桶时，石油/丙烷/煤三者成本相差不大；在油价处在 45-100 美元/桶区间时，基本呈现出甲醇路线>石油路线>丙烷路线>煤路线的趋势。但 2020 四季度至今，煤价大幅上涨对煤路线成本带来极大扰动，目前煤路线成本已超过石油路线成本，但自供煤企业仍保持着显著竞争优势。

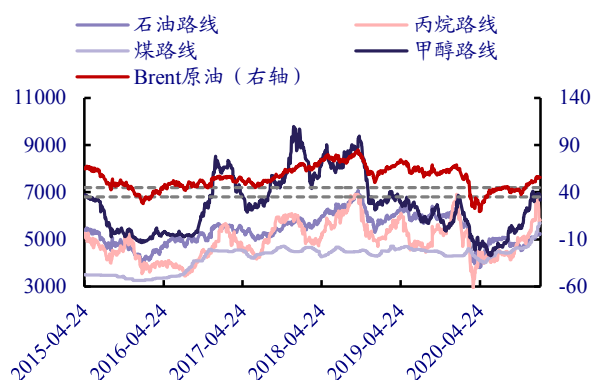
预计煤价飙升是阶段性的，未来将回归合理区间，煤路线成本优势再现。此轮煤价上涨主要是短期内多种因素集中导致的供需失衡。供给端，进口煤减量和内蒙产量下降；需求端，电力需求上涨增加煤耗。目前看来，上述因素导致的供需失衡将有所缓解。供给端，进口煤目前通关顺畅，主产地增产保供力度将加大；需求端，随着冷冬逐渐过去取暖需求压力会大幅减弱。总体来看，预计煤炭价格将回归合理区间，煤化工路线将再现成本优势。

图 24：不同原料路线乙烯成本对比（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

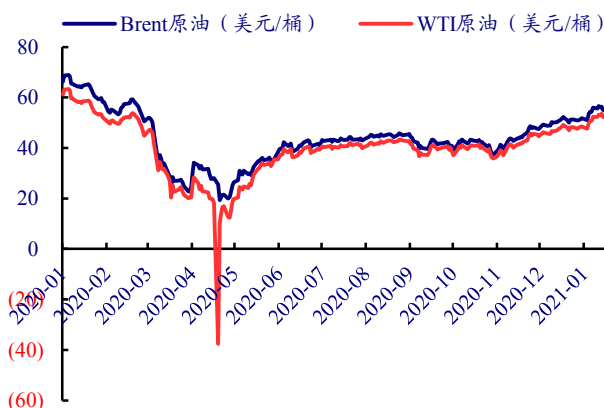
图 25：不同原料路线丙烯成本对比（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

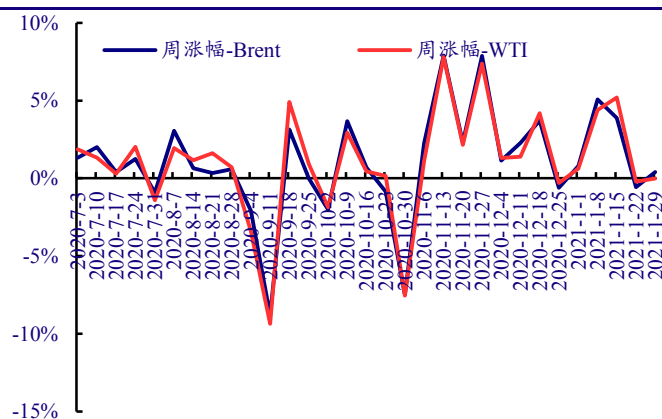
预计 2021 年油价中枢向上，带来煤路线业绩提升。2020 年疫情严重冲击油价，4 月油价一度跌至历史谷底，5 月重心上移，6 月进入窄幅震荡阶段，12 月至今反弹。特别是 1 月以来，受沙特计划在 2 月和 3 月主动实施 100 万桶/日单边减产等因素影响，油价涨势明显。中长期来看，受新冠疫苗接种带来的原油需求持续好转的影响，原油供需有望边际改善，预计油价将中枢向上，煤路线将受益于油价上涨带来的业绩提升。

图 26：2020 年以来国际油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 27：2020 年 7 月以来国际油价周涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）公司业务规模扩张，未来业绩高成长可期

募投项目顺利投产，形成新的利润增长点。2020 年 6 月，募集资金投资项目全面投产，该项目包括 2019 年 10 月投产的甲醇制 60 万吨/年聚烯烃项目和 2020 年 6 月投产的焦炭气化制 220 万吨/年甲醇项目，公司甲醇实现全部自给。由世界一流化学企业——英国庄信万丰戴维技术公司提供技术、我国央企——东方电气集团东方锅炉股份有限公司负责建造的 220 万吨/年甲醇合成塔，是目前世界上最大单套规模，为公司带来明显规模效益。

布局烯烃三期 100 万吨/年项目，将进一步提升业绩。该项目分为煤制烯烃和 C2-C5 制烯烃两部分，2022 年底有望投产。50 万吨/年煤制烯烃项目已经正式开工建设；50 万吨/年 C2-C5 综合利用制烯烃项目已经取得环评批复，前期工作基本完成。

未来计划 400 万吨/年煤制烯烃项目，原料和规模优势助力公司进一步降本、增效。该项目计划投资 674 亿元，于 2020 年 6 月经鄂尔多斯市人民政府批准，列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》。8 月初收到乌审旗发展和改革委员会文件《乌审旗发展和改革委员会转发鄂尔多斯市发展和改革委员会转发内蒙古自治区发展和改革委员会关于内蒙古宝丰煤基新材料有限公司 4×100 万吨/年煤制烯烃示范项目一期 260 万吨/年项目核准的批复》，同意内蒙古宝丰煤基新材料有限公司在鄂尔多斯市乌审旗苏里格经济开发区建设一期 260 万吨/年煤制烯烃示范项目。由于鄂尔多斯煤炭资源非常丰富，按照项目所需原料煤全部从周边采购计算，与宁东项目比，可以节约将近 100 元/吨的原料煤运费。如果能够实现原料煤自给，成本优势更加明显。同时新项目自动化程度会更高，在人工成本上也会有显著降低。

五、公司估值及投资建议

基本假设如下：

1. 中远期油价中枢向上，假设 2021、2022 年 Brent 油价均价分别为 55 美元/桶、60 美元/桶；远期 400 万吨/年烯烃项目全部达产时按油价分别为 60 美元/桶、80 美元/桶测算。
2. 考虑到烯烃产业链进入扩产高峰期，整体盈利能力（聚烯烃-原油价差）存在收窄趋势；焦炭产业链盈利能力假设基本不变。
3. 假设 2021 年底投产焦炭二期 300 万吨/年项目，2022 年底投产烯烃三期 100 万吨/年项目，且均于下一年满产。
4. 假设远期内蒙 400 万吨/年烯烃项目煤炭自给，吨成本在 100 元/吨，PE、PP 各有 220 万吨/年销量是来自自产煤。

表 11：各业务收入毛利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
烯烃产品						
产能（万吨/年）	60	60	120	120	120	220
收入（百万元）	5,406.53	5,531.39	6,369.67	9,147.87	9,200.18	9,540.16
YOY	19.37%	2.31%	15.15%	43.62%	0.57%	3.70%
毛利率	43.75%	43.16%	44.09%	41.09%	45.80%	48.27%
焦化产品						
产能（万吨/年）	400	400	400	400	700	700
收入（百万元）	5,047.70	5,618.52	5,386.97	5,368.39	6,659.59	11,196.26
YOY	97.44%	11.31%	-4.12%	-0.35%	24.05%	68.12%
毛利率	43.58%	51.80%	45.33%	52.81%	44.66%	44.66%
精细化工产品						
收入（百万元）	1,800.52	1,864.33	1,768.71	1,762.61	2,186.55	3,676.08
YOY	95.93%	3.54%	-5.13%	-0.35%	24.05%	68.12%
毛利率	40.17%	43.56%	39.39%	38.60%	38.60%	38.60%
其他业务						
收入（百万元）	46.00	38.05	42.85	42.85	42.85	42.85
YOY	101.83%	-17.27%	12.60%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	61.47%	29.59%	39.24%	39.24%	39.24%	39.24%
总收入（百万元）	12,300.75	13,052.29	13,568.20	16,321.72	18,089.18	24,455.36
YOY	53.24%	6.11%	3.95%	20.29%	10.83%	35.19%
毛利率	43.22%	46.90%	43.95%	44.67%	44.49%	45.15%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 163、181、245 亿元，同比变化 20.29%、10.83%、35.19%；归母净利润分别为 49.0、53.0、72.4 亿元，同比变化 28.80%、8.31%、36.57%；每股收益（EPS）分别为 0.67、0.72、0.99 元，对应 PE 分别为 23.7、21.9、16.0。若公司焦炭和烯烃在建产能全部投产，按油价 60 和 80 美元/桶测算，归母净利润分别为 241、291 亿元，EPS 分别为 3.28、3.96 元，对应 PE 分别为 4.8、4.0。

看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

表 12：主要财务指标（1 月 28 日）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13568.20	16321.72	18089.18	24455.36
增长率（%）	3.95%	20.29%	10.83%	35.19%
归母净利润（百万元）	3801.87	4896.95	5303.91	7243.40
增长率（%）	2.88%	28.80%	8.31%	36.57%
EPS（元）	0.52	0.67	0.72	0.99
PE	30.50	23.68	21.86	16.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

六、风险提示

煤炭价格大幅上涨的风险，油价大幅下跌的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

七、附录

附表 1: 公司财务报表 (单位: 百万元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3174.97	9607.21	6682.15	7055.67	营业收入	13568.20	16321.72	18089.18	24455.36
现金	1861.88	8144.11	5110.18	5043.86	营业成本	7604.61	9030.67	10040.57	13414.25
应收账款	15.46	21.67	22.26	30.51	营业税金及附加	159.96	264.74	288.24	358.22
其它应收款	45.04	39.45	46.66	64.77	营业费用	443.34	628.25	703.24	960.24
预付账款	166.12	141.54	165.55	229.51	管理费用	442.01	531.71	589.29	796.67
存货	754.74	766.35	880.68	1189.63	财务费用	324.03	146.72	265.19	459.85
其他	331.74	494.11	456.81	497.38	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	30119.78	39755.46	57821.26	94319.17	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17903.78	26652.91	34832.45	61434.97	营业利润	4631.88	5646.81	6121.95	8357.01
无形资产	3220.83	3133.99	3043.58	2962.30	营业外收入	55.35	0.00	0.00	0.00
其他	8995.17	9968.57	19945.23	29921.90	营业外支出	301.79	0.00	0.00	0.00
资产总计	33294.74	49362.68	64503.41	101374.84	利润总额	4385.43	5646.81	6121.95	8357.01
流动负债	5530.73	6728.52	7107.10	8811.87	所得税	583.56	749.86	818.04	1113.61
短期借款	180.00	0.00	0.00	0.00	净利润	3801.87	4896.95	5303.91	7243.40
应付账款	505.02	767.69	781.73	1050.79	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4845.71	5960.82	6325.36	7761.08	归属母公司净利润	3801.87	4896.95	5303.91	7243.40
非流动负债	4411.82	6870.07	9328.32	11786.57	EBITDA	5694.70	6733.25	7382.35	9835.17
长期借款	2643.00	5101.25	7559.50	10017.75	EPS (元)	0.52	0.67	0.72	0.99
其他	1768.82	1768.82	1768.82	1768.82					
负债合计	9942.54	13598.59	16435.42	20598.44	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	3.95%	20.29%	10.83%	35.19%
归属母公司股东	23352.20	35764.09	48068.00	80776.40	营业利润	2.84%	21.91%	8.41%	36.51%
负债和股东权益	33294.74	49362.68	64503.41	101374.84	归属母公司净利润	2.88%	28.80%	8.31%	36.57%
					毛利率	43.95%	44.67%	44.49%	45.15%
现金流量表					净利率	28.02%	30.00%	29.32%	29.62%
经营活动现金流	3572.59	7348.84	7010.96	10138.35	ROE	16.28%	13.69%	11.03%	8.97%
净利润	3801.87	4896.95	5303.91	7243.40	ROIC	15.01%	11.69%	9.57%	8.21%
折旧摊销	829.83	964.82	1023.04	1055.93	资产负债率	29.86%	27.55%	25.48%	20.32%
财务费用	367.47	259.29	414.30	574.08	净负债比率	42.58%	38.02%	34.19%	25.50%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.57	1.43	0.94	0.80
营运资金变动	-1374.42	1227.77	269.72	1264.94	速动比率	0.41	1.29	0.79	0.64
其它	-52.17	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.41	0.33	0.28	0.24
投资活动现金流	-3972.70	-3085.57	-12088.84	-12088.84	应收帐款周转率	877.73	753.36	812.61	801.51
资本支出	-4540.54	-3085.57	-12088.84	-12088.84	应付帐款周转率	26.87	21.26	23.14	23.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.52	0.67	0.72	0.99
其他	567.84	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.49	1.00	0.96	1.38
筹资活动现金流	1586.95	2018.96	2043.95	1884.17	每股净资产	3.18	4.88	6.55	11.01
短期借款	-906.00	-180.00	0.00	0.00	P/E	30.50	23.68	21.86	16.01
长期借款	252.60	2458.25	2458.25	2458.25	P/B	4.96	3.24	2.41	1.44
其他	2240.35	-259.29	-414.30	-574.08	EV/EBITDA	12.75	12.58	12.21	9.42
现金净增加额	1187.95	6282.23	-3033.93	-66.32	P/S	8.55	7.10	6.41	4.74

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 传统煤化工和现代煤化工产业	1
图 2: 公司发展历程回顾	2
图 3: 公司位于中国能源化工“金三角”	2
图 4: 2016-2020Q3 年公司营收及同比增速	3
图 5: 2016-2020Q3 年公司归母净利及同比增速	3
图 6: 公司主营业务毛利规模 (亿元)	3
图 7: 公司各业务毛利占比	3
图 8: 公司各主营业务毛利率	错误!未定义书签。
图 9: 焦化业务单吨收入对比 (元/吨)	4
图 10: 焦化业务单吨成本对比 (元/吨)	4
图 11: 焦化业务单吨毛利对比 (元/吨)	5
图 12: 焦化业务毛利率对比	5
图 13: 我国焦炭供需情况 (万吨/年)	10
图 14: 2020 年我国焦炭消费结构	10
图 15: 我国生铁产量及增速 (万吨/年)	10
图 16: 国内钢厂焦炭库存 (万吨)	10
图 17: 焦炭价格及价差 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 18: 乙烯上下游全产业链	12
图 19: 丙烯上下游全产业链	12
图 20: 2019 年我国乙烯原料构成	12
图 21: 2019 年我国丙烯原料构成	12
图 22: 我国聚乙烯 (PE) 供需情况 (万吨/年)	13
图 23: 我国聚丙烯 (PP) 供需情况 (万吨/年)	13
图 24: 不同原料路线乙烯成本对比 (元/吨)	14
图 25: 不同原料路线丙烯成本对比 (元/吨)	14
图 26: 2020 年以来国际油价走势 (美元/桶)	14
图 27: 2020 年 7 月以来国际油价周涨幅	14

表格目录

表 1: “十三五”以来煤化工行业相关政策	1
表 2: 公司主要装置产能及未来扩张情况 (万吨/年)	2
表 3: 聚烯烃生产成本对比	5
表 4: 宝丰能源与中国神华原材料及能耗成本对比	6
表 5: 宝丰能源烯烃板块与中国神华煤化工分部折旧及摊销费用对比	6
表 6: 2019 年宝丰能源与中国神华固定资产折旧对比 (百万元)	7

表 7: 宝丰能源与可比公司烯烃项目投资额对比	7
表 8: 宝丰能源与中国神华人工成本对比	8
表 9: 产业政策推动焦炭行业持续去产能	8
表 10: 各省市自主严格控制焦炭产能	9
表 11: 各业务收入毛利预测	15
表 12: 主要财务指标（1 月 28 日）	16

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：任文城，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师、化工组组长、项目经理，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业和纺织服装行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn