

## 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

买入

(维持评级)

2021年03月08日

## 业绩快报符合预期，内蒙重大项目进展顺利

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

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：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：刘子栋

liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

## 事项：

近期，公司公布了2020年年度业绩快报，以及内蒙基地400万吨烯烃项目的投资计划。

## 国信化工观点：

- 1、Q4单季度业绩创历史新高，全年业绩基本符合预期。根据业绩快报，公司2020年实现营业总收入159.28亿元（同比+17.39%），归母净利润46.23亿元（同比+21.59%），上市以来业绩保持稳健增长，盈利能力稳定。其中Q4单季度实现营收46.29亿元（同比+21.11%），归母净利润14.71亿元（同比+51.81%），创下单季度盈利记录。
- 2、目前油价中枢持续上行，利好煤化工路线。随着全球经济的逐渐复苏，以及OPEC+组织在减产维护油价的意愿较为强烈，国际原油价格从去年Q1的历史底部迅速回升到2019年的价格中枢。目前WTI价格中枢已经在60美元/桶之上，在成本抬升的推动之下，以及海外装置遭受不可抗力短期处于停产状态，大部分化工品的价格在春节后也迎来大幅上涨。在疫情即将过去，全球经济逐渐复苏的大趋势之下，我们认为化工行业的高景气状况有望持续。
- 3、公司内蒙项目推进顺利，建成后公司发展将进入新阶段。公司公告了内蒙项目的最新进展，计划投资673亿元新建400万吨烯烃产能（配套1100万吨甲醇产能），该项目已被列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》，且已经获得内蒙古自治区发展改革委、工信厅批复，目标力争2023年底前建设完成。公司目前在建宁东基地三期项目，加上内蒙基地项目建成后，公司将具备620万吨烯烃产能、700万吨焦炭产能，发展进入新阶段。
- 4、光伏电解水制氢项目即将投产，公司围绕“碳中和”积极布局绿氢。公司在2020年半年报中披露，公司计划新建太阳能电解制氢储能及应用示范项目。该项目一期工程已于2020年4月开工建设，原计划2020年底建成投运。“碳中和”的长期目标对于煤化工行业影响重大，公司探索的太阳能电解水制氢项目有可能成为减少煤化工行业碳排放的重要手段，公司引领新型煤化工行业向减碳目标发展。
- 5、投资建议：公司作为煤制烯烃行业标杆企业，成本在行业内最低。在油价中枢上行阶段，预计公司的盈利能力持续提升。公司凭借成本优势，目前新建产能规模较大，宁东基地和内蒙基地的规划项目全部建成之后，公司将具备620万吨烯烃、700万吨焦炭产能。国内烯烃消费量巨大，且目前仍有较大的海外进口需求量，国内产能瓶颈仍需解决，我们看好公司长期成长空间。由于经过审计的2020年报尚未公布，我们预计公司2020-2022年归母净利润46.2/58.3/65.0亿元，同比22/26/16%，摊薄EPS为0.63/0.79/0.89元，对应PE为24.4/19.4/17.4，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动；国内需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

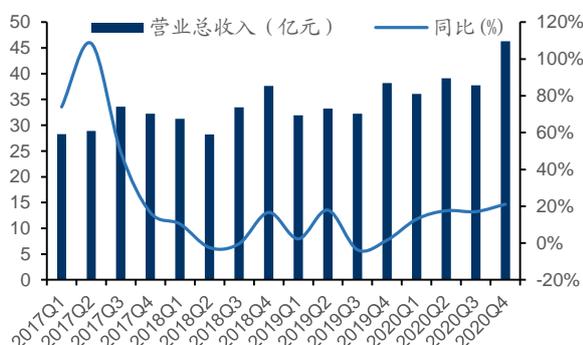
## 评论:

### ■ Q4 单季度业绩创历史新高，全年业绩基本符合预期

根据公司业绩快报内容，公司去年实现营业总收入 159.28 亿元（同比+17.39%），归母净利润 46.23 亿元（同比+21.59%），上市以来业绩保持稳健增长，盈利能力稳定。其中 Q4 单季度实现营收 46.29 亿元（同比+21.11%），归母净利润 14.71 亿元（同比+51.81%），创下单季度盈利记录。

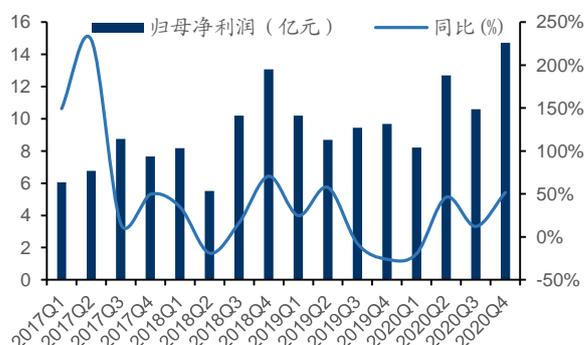
公司全年业绩基本符合预期。2020 年 Q1 受到疫情和油价的双重冲击，公司盈利受到较大影响，单季度仅盈利 8.22 亿元。但是 Q2 开始公司积极调整产品型号，以及随着油价的稳步回升，去年 6 月份二期项目全部正式投产之后，公司盈利能力进一步提升。Q3 由于设备检修，聚烯烃和焦炭的产销量受到影响，导致单季度业绩略低于之前的预期。但是随着 Q4 国际油价中枢稳步上行，公司生产状况也基本正常，因此 Q4 单季度盈利创下历史新高，基本在我们之前的预期范围之内。

图 1: 公司单季度营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### ■ 受益于油价中枢不断上行，看好公司盈利能力持续回升

能源化工品价格去年价格走势前低后高，全球经济复苏趋势下有望维持景气度。近期随着全球经济的逐渐复苏，美国 EIA 原油库存持续下降，以及沙特的主动减产，油价中枢不断上行，国际 WTI 原油价格已经连续超过 50 美元/桶，达到去年全球疫情爆发之前的水平。在原油价格中枢向上的趋势当中，以及海外装置遭受不可抗力短期处于停产状态，大部分化工品的价格在春节后也迎来大幅上涨。在疫情即将过去，全球经济逐渐复苏的大趋势之下，我们认为化工行业的高景气状况有望持续。

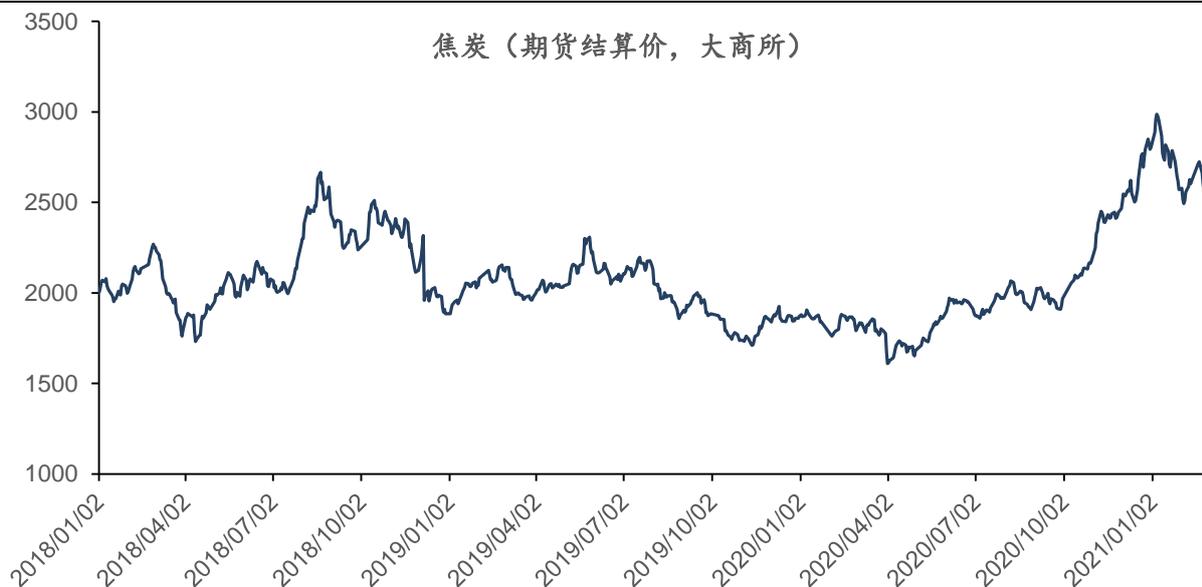
图 3: 近期国际 WTI 原油价格中枢持续上行 (单位: 美元/桶)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

公司主营产品焦炭和煤制烯烃都受益于能源化工品的价格上涨。2020Q4 之后，焦炭价格上涨较为强势，公司目前具有 400 万吨焦炭产能，明显受益本次焦炭的景气行情。同时，公司还有 300 万吨焦炭产能正在建设当中，投产后将进一步加强公司的盈利能力。

图 4: 焦炭价格从 2020Q4 以来大幅上涨 (单位: 元/吨)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

聚烯烃价格走势与油价和烯烃走势较为相关，油价上行阶段，煤制烯烃路线更占优势。2020 年上半年在油价走低的情况下，聚乙烯的价格较为低迷，聚丙烯则由于在口罩等防疫材料中有重要作用，需求端支撑较强。去年下半年开始，在油价带动之下，聚烯烃的价格基本恢复到 2019 年的水平。

图 5: 聚乙烯价格近期逐渐走稳 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 聚丙烯价格近期较为强势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在聚烯烃价格持续上行时,以煤炭为原材料的煤制烯烃路线明显占优。公司作为煤制烯烃的标杆企业,成本全行业最低,且随着 MTO 装置技术的持续优化,公司的成本仍有下降空间。我们长期看好新型煤化工路线中烯烃产品的盈利能力处于较高水平,随着公司后续新建产能(三期项目及内蒙基地新建项目)的持续投放,经营规模和利润体量将持续增长。

#### ■ 内蒙重大项目进展顺利,建成后公司发展将进入新阶段

公司正式公告计划投资 673 亿元在内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗苏里格经济开发区图克工业项目区规划建设 4 × 100 万吨/年煤制烯烃示范项目(配套 5 × 220 万吨/年甲醇装置)。该项目是国家发展改革委、工信部“十三五”期间发布的《现代煤化工产业创新发展布局方案》规划布局的四个现代煤化工产业示范区中的重点示范项目之一,项目应用的大连化物所 DMTO 三代技术属于创新煤炭清洁高效利用技术,属于《产业结构调整指导目录(2019 版)》鼓励类。

内蒙项目被列入示范区总体规划,其中一期项目已经获得核准。根据公司公告,该项目近期已经被鄂尔多斯市发改委列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》(鄂府发[2020]35),该总体规划(修编稿)已获得内蒙古自治区发展改革委、工信厅批复,批复对宝丰能源 4 × 100 万吨/年煤制烯烃项目提出的规划目标力争 2023 年底前建设完成。该项目总投资为 673 亿元,其中建设投资(含增值税)625 亿元,项目资金来源于公司自有资金 30%、银行借款或其他方式融资 70%,确保项目建设顺利实施。报告期内,交通银行股份有限公司、中国工商银行内蒙古分行分别与公司签订了《全面战略合作协议》,同意为公司项目建设提供 200 亿元、300 亿元的授信额度,总授信额度达 500 亿元。

目前公司主要建设的烯烃项目还有宁东基地的三期项目 100 万吨烯烃,内蒙基地的项目全部建成之后,公司将具备 620 万吨烯烃产能、700 万吨焦炭产能。公司在 2019 年上市时主要产能为 60 万吨烯烃、400 万吨焦炭,内蒙和宁东项目建成之后,公司发展将进入新阶段。

#### ■ 光伏电解水制氢项目即将投产,公司围绕“碳中和”积极布局绿氢

公司在 2020 年半年报中披露,公司计划新建太阳能电解制氢储能及应用示范项目。该项目共分两期,一期建设内容主要包括 100MWp 光伏发电装置、10000 标方/小时电解水制氢装置。该项目一期工程已于 2020 年 4 月开工建设,计划 2020 年底建成投运。

“碳中和”的目标之下,公司引领新型煤化工行业向减碳目标发展。传统煤化工作为高能耗行业,对煤炭及水资源消耗较多,同时在生产过程中需要排放较多的二氧化碳,因此减碳行动对于煤化工行业的长期发展具有决定性的作

用。在煤制烯烃的生产过程中，除开能源以外，主要在合成气转换阶段会排放较多的二氧化碳气体，主要是为了将合成气中的 CO 和氢气比例调节到合适的范围。传统煤炭气化制合成气的过程中，由于氢气的缺少，使得二氧化碳的排放难以降低。

公司 2020 年开始尝试通过电解水制氢的方式来解决煤化工行业中碳排放的难题，新建了太阳能电解制氢储能及应用示范项目。该项目可以将西部资源丰富光伏能源转化为氢气，补充到合成气当中，进而有效减少二氧化碳的排放。一旦工艺路线和成本优化成熟，电解水制氢这种绿氢将有效减少传统煤化工行业的碳排放问题，公司作为行业领军企业，正在对这种新路线进行探索。

#### ■ 投资建议：油价中枢上行，在建产能规模较大，看好公司长期成长

公司作为煤制烯烃行业标杆企业，成本在行业内最低。在油价中枢上行阶段，预计公司的盈利能力持续提升。公司凭借成本优势，目前新建产能规模较大，宁东基地和内蒙基地的规划项目全部建成之后，公司将具备 620 万吨烯烃、700 万吨焦炭产能。国内烯烃消费量巨大，且目前仍有较大的海外进口需求量，国内产能瓶颈仍需解决，我们看好公司长期成长空间。由于经过审计的 2020 年报尚未公布，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 46.2/58.3/65.0 亿元，同比 22/26/16%，摊薄 EPS 为 0.63/0.79/0.89 元，对应 PE 为 24.4/19.4/17.4，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：

国际油价大幅波动；国内需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	715	2197	5523	9326
应收款项	34	33	35	38
存货净额	332	321	341	363
其他流动资产	1116	1064	1144	1217
<b>流动资产合计</b>	<b>3491</b>	<b>4909</b>	<b>8337</b>	<b>12238</b>
固定资产	12467	11714	10938	9735
无形资产及其他	1070	1227	1185	1142
投资性房地产	1159	1159	1159	1159
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18187</b>	<b>19010</b>	<b>21619</b>	<b>24275</b>
短期借款及交易性金融负债	914	0	0	0
应付款项	824	799	847	902
其他流动负债	696	688	1301	1716
<b>流动负债合计</b>	<b>2434</b>	<b>1486</b>	<b>2148</b>	<b>2618</b>
长期借款及应付债券	1504	1704	1704	1704
其他长期负债	18	18	18	18
<b>长期负债合计</b>	<b>1522</b>	<b>1722</b>	<b>1722</b>	<b>1722</b>
<b>负债合计</b>	<b>3956</b>	<b>3209</b>	<b>3870</b>	<b>4341</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	14231	15801	17749	19934
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18187</b>	<b>19010</b>	<b>21619</b>	<b>24275</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.51	1.38	1.71	1.92
每股红利	0.31	0.41	0.51	0.58
每股净资产	8.75	9.71	10.91	12.25
ROIC	18%	16%	21%	26%
ROE	17%	14%	16%	16%
毛利率	28%	27%	28%	28%
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	33%	30%	32%	33%
收入增长	-1%	-5%	8%	6%
净利润增长率	-19%	-9%	24%	12%
资产负债率	22%	17%	18%	18%
息率	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%
P/E	27.1	29.6	23.9	21.3
P/B	4.7	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	15.2	17.2	15.1	14.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>14190</b>	<b>13519</b>	<b>14545</b>	<b>15474</b>
营业成本	10239	9917	10490	11124
营业税金及附加	93	95	102	108
销售费用	372	406	364	309
管理费用	156	313	261	213
财务费用	154	60	56	47
投资收益	42	(40)	0	0
资产减值及公允价值变动	17	(20)	0	0
其他收入	(335)	(30)	0	0
营业利润	2899	2639	3273	3673
营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2896</b>	<b>2639</b>	<b>3273</b>	<b>3673</b>
所得税费用	443	396	491	551
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2453</b>	<b>2243</b>	<b>2782</b>	<b>3122</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>2453</b>	<b>2243</b>	<b>2782</b>	<b>3122</b>
资产减值准备	(72)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	1286	1268	1319	1346
公允价值变动损失	(17)	20	0	0
财务费用	154	60	56	47
营运资本变动	(71)	39	559	372
其它	72	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>3651</b>	<b>3570</b>	<b>4660</b>	<b>4840</b>
资本开支	(495)	(700)	(500)	(100)
其它投资现金流	(1293)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1789)</b>	<b>(700)</b>	<b>(500)</b>	<b>(100)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1090)	200	0	0
支付股利、利息	(506)	(673)	(835)	(937)
其它融资现金流	<b>762</b>	<b>(914)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2431)</b>	<b>(1387)</b>	<b>(835)</b>	<b>(937)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(569)</b>	<b>1483</b>	<b>3325</b>	<b>3804</b>
货币资金的期初余额	1283	715	2197	5523
货币资金的期末余额	715	2197	5523	9326
企业自由现金流	3540	2977	4207	4780
权益自由现金流	3211	2212	4160	4740

## 相关研究报告

- 《宝丰能源-600989-2020年三季度业绩点评：成本优势继续强化，新一轮成长开始启航》——2020-10-29
- 《宝丰能源-600989-2020年半年报业绩点评：盈利能力突出，业绩逆势增长》——2020-08-11
- 《宝丰能源-600989-2020年半年度业绩快报点评：上半年逆势增长，成本优势持续强化》——2020-07-29
- 《宝丰能源-600989-动态点评：布局内蒙，有望复制宁东项目》——2020-07-02
- 《宝丰能源-600989-2020Q1财报点评：Q1业绩增长阶段性放缓，煤制烯烃成本优势仍在》——2020-05-12

## 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

## 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