

## 宝丰能源 (600989.SH)

2021年03月11日

## 二期烯烃投产贡献业绩增长，股权回购和激励肯定自身价值 —— 年报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

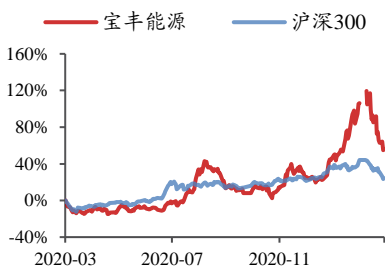
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/3/10
当前股价(元)	14.68
一年最高最低(元)	21.42/8.01
总市值(亿元)	1,076.54
流通市值(亿元)	292.76
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	19.94
近3个月换手率(%)	152.67

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《业绩快报点评-量增降本助力业绩

成长,内蒙双控利好龙头》-2021.3.5

《公司信息更新报告-原油焦炭价格高位运行,内蒙烯烃项目有望提前完工》-2021.2.4

《公司信息更新报告-产品价格大涨推升业绩,看好公司价值和成长空间》-2020.11.20

● **二期烯烃投产贡献业绩,股权回购和激励肯定自身价值。维持“买入”评级**  
公司发布年报,2020年实现营收159.3亿元,同比+17%;实现归母净利46.2亿元,同比+22%,扣非归母净利润48.5亿元,同比+24%;单季实现归母净利润14.8亿元,环比+40%。根据产能释放节奏,我们调整2022年、新增2023年盈利预测,预计2021-2023年归母净利润分别为65.3/80.6(-2.83)/200.9亿元,同比增长41.3%/23.4%/149.2%,EPS分别为0.89/1.10(-0.04)/2.74元;对应当前股价PE分别为16.5/13.4/5.4倍,维持“买入”评级。

● **二期烯烃投产同比增量降本,Q4环比量价齐升对冲煤价上涨影响**

**产能释放同比增量降本:**60万吨烯烃二期已于2019年10月投产,2020年聚乙烯产量69.5万吨,同比+57.8%,聚丙烯产量64.1万吨,同比+51.7%;原料方面,220万吨甲醇于2020年6月投产,240万吨红四煤矿于2020年10月投入联合试运转,甲醇产能同比+122%,煤炭产能同比+47%;技术方面,烯烃二期优化工艺,甲醇单耗低至2.885t/t,达国内最高水平;双烯收率34.66%,同比+0.81%。排除公司捐资3亿教育扶贫资金的影响,扣非归母净利润为48.5亿元,同比+24%,业绩更为亮眼;**Q4环比量价齐升:**由于焦企严格落实焦炭去产能,Q4焦炭1363元/吨,环比+18.9%,焦炭盈利大幅改善;Q4聚乙烯6731元/吨,环比+3.8%,聚丙烯7429元/吨,环比+6.2%;此外Q4烯烃检修完成,全面复产,聚乙烯产量环比+22.2%,聚丙烯产量环比+6.7%。

● **股权回购和激励肯定自身价值,所有新项目进展顺利**

**股权回购:**公司拟通过集中竞价交易方式,在一年内回购2-4亿元规模股份,回购价格不超过26.03元/股(当前收盘价14.68元/股),拟用以实施员工持股计划和股权激励。若按回购总额上限4亿元、股价26.03元/股测算,预计可回购股份1537万股,占总股本0.21%,此举反应公司对自身价值的认可。**项目进展顺利:**太阳能电解制氢项目一期已于2021年2月投入试运行;300万吨焦化多联产项目计划于2021年底投产;宁东三期50万吨煤制烯烃与50万吨C2-C5综合利用制烯烃项目计划于2022年底投产;内蒙二期140万吨烯烃指标已获鄂尔多斯市政府批复,待自治区发改委核准,整体400万吨的环评报告已进入报批协调阶段,项目按2022年底投产的目标推进。内蒙项目属国家布局的现代煤化工示范项目,大概率不受内蒙能耗双控影响,反而因政策收紧筑起进入壁垒,利好公司。

● **风险提示:**产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568	15,928	18,265	22,883	63,868
YOY(%)	4.0	17.4	14.7	25.3	179.1
归母净利润(百万元)	3,802	4,623	6,531	8,060	20,085
YOY(%)	2.9	21.6	41.3	23.4	149.2
毛利率(%)	44.0	45.1	52.6	51.2	47.5
净利率(%)	28.0	29.0	35.8	35.2	31.4
ROE(%)	16.3	17.8	20.1	20.4	34.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.63	0.89	1.10	2.74
P/E(倍)	28.3	23.3	16.5	13.4	5.4
P/B(倍)	4.6	4.2	3.3	2.7	1.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**表1: 公司产品经营数据 (均不含税)**

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	环比	2019	2020	同比
<b>焦炭</b>									
<b>(产能 400 万吨)</b>									
开工率	%	110%	113%	105%	116%	+11.1pct	114%	111%	-2.8pct
产量	万吨	109.7	113.5	105.0	116.1	10.6%	455.4	444.3	-2.4%
销量	万吨	103.2	115.8	109.2	114.5	4.8%	458.0	442.7	-3.4%
产销率	%	94%	102%	104%	99%	-5.4pct	101%	100%	-0.9 pct
单位售价	元/吨	1064	1049	1146	1363	18.9%	1160	1158	-0.2%
<b>聚乙烯</b>									
<b>(产能 60 万吨)</b>									
开工率	%	114%	118%	104%	127%	23.1 pct	117%	116%	-1.6 pct
产量	万吨	17.1	17.7	15.6	19.1	22.2%	44.0	69.5	57.8%
销量	万吨	16.1	18.2	15.7	18.7	19.2%	42.3	68.6	62.4%
产销率	%	94.2%	102.4%	100.5%	98.0%	-2.5 pct	96%	99%	2.8 pct
单位售价	元/吨	5923	5712	6483	6731	3.8%	6821	6215	-8.9%
<b>聚丙烯</b>									
<b>(产能 60 万)</b>									
开工率	%	113%	112%	98%	104%	6.5 pct	113%	107%	-5.9 pct
产量	万吨	16.9	16.9	14.7	15.7	6.7%	42.2	64.1	51.7%
销量	万吨	16.3	17.5	14.6	15.0	3.0%	39.1	63.4	62.0%
产销率	%	96.5%	103.8%	99.4%	96.0%	-3.4 pct	93%	99%	6.3 pct
单位售价	元/吨	6525	6970	6994	7429	6.2%	7685	6970	-9.3%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

备注: 烯烃二期产能于 2020 年 10 月投产, 以聚乙烯 37.5 万吨、聚丙烯 37.5 万吨作为当年产能计算其开工率

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3175	4864	7193	8601	7415
现金	1862	3087	5546	6200	222
应收票据及应收账款	15	20	21	30	112
其他应收款	45	174	77	237	640
预付账款	166	185	218	287	1122
存货	755	803	738	1253	4725
其他流动资产	332	594	594	594	594
<b>非流动资产</b>	30120	33241	37022	44321	114021
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17904	25179	28215	34091	91623
无形资产	3221	3801	4273	4842	5491
其他非流动资产	8995	4261	4534	5387	16907
<b>资产总计</b>	33295	38105	44216	52922	121436
<b>流动负债</b>	5531	5635	5574	7240	48668
短期借款	180	400	400	400	26036
应付票据及应付账款	1053	768	1033	1293	5693
其他流动负债	4298	4467	4141	5546	16939
<b>非流动负债</b>	4412	6570	6211	6126	13874
长期借款	2686	4678	4319	4234	11982
其他非流动负债	1725	1892	1892	1892	1892
<b>负债合计</b>	9943	12205	11785	13365	62542
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7268	7268	7268	7268
留存收益	8602	11172	15973	22411	37444
<b>归属母公司股东权益</b>	23352	25900	32431	39556	58894
负债和股东权益	33295	38105	44216	52922	121436

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3573	5184	8319	10377	33201
净利润	3802	4623	6531	8060	20085
折旧摊销	830	1107	1170	1409	2772
财务费用	324	300	223	246	1614
投资损失	0	-4	-1	-1	-2
营运资金变动	-1713	-1358	396	662	8732
其他经营现金流	330	516	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3973	-2453	-4951	-8706	-72471
资本支出	4541	2574	3781	7298	69700
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	568	121	-1169	-1408	-2770
<b>筹资活动现金流</b>	1587	-1269	-909	-1017	7656
短期借款	-906	220	0	0	0
长期借款	-2779	1992	-359	-85	7748
普通股增加	733	0	0	0	0
资本公积增加	7267	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2728	-3480	-550	-932	-92
<b>现金净增加额</b>	1188	1462	2459	653	-31613

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13568	15928	18265	22883	63868
营业成本	7605	8745	8649	11170	33548
营业税金及附加	160	211	283	345	887
营业费用	443	537	616	749	2121
管理费用	442	517	540	711	2007
研发费用	53	100	115	144	401
财务费用	324	300	223	246	1614
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	1	1	2
资产处置收益	-8	-17	0	0	0
<b>营业利润</b>	4632	5536	7841	9520	23291
营业外收入	55	25	26	30	34
营业外支出	302	313	376	292	306
<b>利润总额</b>	4385	5249	7491	9259	23020
所得税	584	626	960	1198	2934
<b>净利润</b>	3802	4623	6531	8060	20085
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	3802	4623	6531	8060	20085
EBITDA	5348	6596	8704	10657	26764
EPS(元)	0.52	0.63	0.89	1.10	2.74

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.0	17.4	14.7	25.3	179.1
营业利润(%)	2.8	19.5	41.6	21.4	144.7
归属于母公司净利润(%)	2.9	21.6	41.3	23.4	149.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.0	45.1	52.6	51.2	47.5
净利率(%)	28.0	29.0	35.8	35.2	31.4
ROE(%)	16.3	17.8	20.1	20.4	34.1
ROIC(%)	13.2	14.2	16.4	17.0	20.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.9	32.0	26.7	25.3	51.5
净负债比率(%)	19.5	20.0	6.3	3.9	73.3
流动比率	0.6	0.9	1.3	1.2	0.2
速动比率	0.3	0.6	1.0	0.9	0.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7
应收账款周转率	149.0	899.7	899.7	899.7	899.7
应付账款周转率	5.8	9.6	9.6	9.6	9.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.63	0.89	1.10	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.71	1.13	1.41	4.53
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.53	4.42	5.39	8.03
<b>估值比率</b>					
P/E	28.3	23.3	16.5	13.4	5.4
P/B	4.6	4.2	3.3	2.7	1.8
EV/EBITDA	21.0	17.1	12.6	10.2	5.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn