

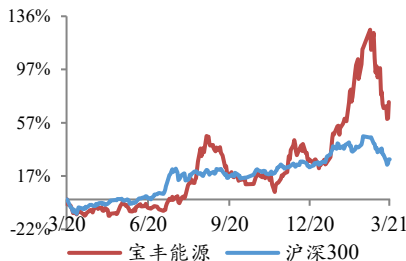
全产业链齐发力，助业绩持续增长

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-03-12

| | |
|------------------|------------|
| 收盘价 (元) | 15.79 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 20.72/8.05 |
| 总股本 (百万股) | 7,333 |
| 流通股本 (百万股) | 1,994 |
| 流通股比例 (%) | 27.19 |
| 总市值 (亿元) | 1,158 |
| 流通市值 (亿元) | 315 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 刘万鹏

执业证书号: S0010520060004

电话: 18811591551

邮箱: liuwp@hazq.com

相关报告

1. 三季度延续增长势头，新项目建设奠定发展基础 2020-10-26
2. 烯烃产品助力营收利润双增长 2020-08-11

主要观点:

事件描述:

3月10日，公司发布2020年年度报告。据公告，2020年公司实现营业收入159.28亿元，同比增长17.39%；归母净利润46.23亿元，同比增长21.59%；扣非后归母净利润48.47亿元，同比增长23.99%；毛利率为45.10%，同比提高1.15个百分点；净利率为29.02%，同比提高1.00个百分点；研发费用为1.00亿元，同比增加87.28%。

● Q4 营收、毛利、净利均创各季度最高水平

2020Q4 公司共实现营业收入46.29亿元，同比增长21.12%，环比增长22.50%，增长率为2020年4个季度中最高；实现毛利23.64亿元，同比增加45.76%，环比增加31.64%；实现归母净利润14.71亿元，同比增加51.77%，环比增加38.83%；毛利率为51.08%，同比提高8.6个百分点，环比提高3.5个百分点；净利率为31.78%，同比提高6.4个百分点，环比提高3.7个百分点。造成Q4业绩佳有多方面原因，包括油价上涨、聚烯烃价格升高、焦炭价格维持高位等。另外，经营活动产生的现金流净额为14.75亿元，同比增加20.74%，增速较其他季度出现下滑，主要是由于2019年前三季度基数较低所致。

● 公司煤——焦——醇——烯——精全产业链齐发力

截至2020年底，公司有煤炭750万吨/年、焦化400万吨/年、甲醇400万吨/年、聚乙烯60万吨/年、聚丙烯60万吨/年、苯加氢装置10万吨/年、焦油深加工装置30万吨/年、碳四深加工装置20万吨/年和重碳四异构装置12万吨/年。

煤: 2020年10月，红四煤矿建成后正式投入试运转，公司煤炭自供率接近50%。待红四煤矿（240万吨/年）正式通过验收并投产、马莲台煤矿（360万吨/年）采矿区安全改造项目完成和丁家梁煤矿90万吨/年煤炭产能陆续释放，加上四股泉煤矿（150万吨/年）公司总煤炭产能将达到840万吨/年，煤炭自给率将进一步提高。

焦: 公司在建300万吨/年煤焦化多联产项目，计划2021年底建成投产。建成后焦化产能达到700万吨/年，成为中国产能规模最大的独立焦化企业之一，规模优势进一步显现。

醇: 2020年6月10日，公司首发上市募投项目（二期）前段焦炭气化制220万吨/年甲醇、后段甲醇制60万吨/年烯烃全线项目投产，一体化优势更加显著、成本进一步降低。220万吨/年甲醇合成塔是目前世界上单套产能规模最大的煤制甲醇合成塔。具备生产高端的聚乙烯双峰产品、茂金属聚乙烯产品的能力。投产半年生产甲醇131万吨，按自产甲醇和外购甲醇价差约400元/吨，半年节省成本5.2亿元左右。待220万吨/年甲醇全年达产后公司不仅可以实现甲醇自供还可以根据市场情

况选择外售部分甲醇。

烯：2020年9月份50万吨/年煤制烯烃项目、50万吨/年G2-G5综合利用制烯烃项目（三期项目）正式开工建设。建设内容包括150万吨/年煤气化制甲醇装置、50万吨/年甲醇制烯烃装置、25万吨/年乙烯-醋酸乙烯聚合物（EVA）装置、30万吨/年聚丙烯装置。该项目计划2022年底建成投产，其中EVA项目预计2023年一季度投产。

精：以煤制烯烃、炼焦业务的副产品生产MTBE、纯苯、工业萘、改质沥青、蒽油等精细化工产品。公司300万吨/年煤焦化多联产项目建设内容包括10万吨/年针状焦、现10万吨/年苯加氢装置扩建至12万吨/年、现30万吨/年焦油加工装置扩产至40万吨/年，每年所产焦炉煤气还可生产12亿方氢气。

2020年公司继续优化工艺技术，煤醇比降至1.5、醇烯比降至2.885，均代表行业内先进水平。根据公司招股说明书和公告，公司烯烃成本较其他煤制烯烃企业低约30%。如果在建项目均如期投产，公司未来三年成长性显著，且每年都有新的利润点。到2025年公司将拥有煤炭840万吨/年、焦化700万吨/年、聚烯烃220万吨/年等产能，规模优势将使成本护城河更宽更深。

● 内蒙古400万吨/年烯烃项目或加速，有望再造一个“宝丰”

2020年公司烯烃板块实现营收92.20亿元，同比增长44.74%。营收占比57.89%；实现毛利润39.44亿元，同比增长40.46%，毛利润占比54.91%；毛利率为42.77，同比上升-1.32个百分点。公司烯烃生产路线是以煤、焦炭、焦炉气为原料生产甲醇，再以甲醇为原料生产聚乙烯、聚丙烯。

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位于苏里格经济开发区图克工业项目区，总投资673亿元，项目分两期建设，配套建设5×220万吨/年甲醇装置。项目于2020年6月被列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》，一期260万吨/年烯烃指标已得到当地政府批准，力争2023年底前建成。我们认为，项目满足国家发改委、工信部发布的《现代煤化工产业创新发展布局方案》要求，并得到项目所在地鄂尔多斯政府的支持与关怀，被列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》。在2021年2月25日内蒙古发改委发布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》（征求意见稿），明确“除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目后，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目”之后，鄂尔多斯市政府工作报告仍提出要全力推进宝丰煤制烯烃项目，足以说明项目得到政府的认可，接下来需要等待国家环保部门的审批。“双控”政策对后来者将造成壁垒，公司作为提前布局者，将会获得相对更好的资源倾斜优势、市场发展空间。

若内蒙古项目投产，公司将再增加2000万吨/年煤炭、1100万吨/年甲醇、400万吨/年烯烃，相当于再造一个“宝丰”。

● 将绿氢与煤制烯烃结合，积极拥抱减碳

氢能具有能量密度大、热值高、可再生、可储存等多优势，是一种绿色能源。公司在建一体化太阳能电解水制氢项目是目前国内最大的一体化可再生能源制氢储能项目，总投资 14 亿元，主要包括新建 20,000 标方/小时电解水制氢装置（氢气 1.6 亿标方/年，氧气 0.8 亿标方/年）及配套公辅设施和 200MWp 复合型光伏电站等。所产氢气用于耦合加氢合成甲醇，将减少煤气变换量，节约煤炭消耗、降低二氧化碳排放；氧气可以替代部分空分氧气，用于甲醇装置煤气化助燃，降低生产成本。项目分两期建设，一期已于 2020 年 4 月开工，建设内容包括 100MWp 光伏发电装置、10000 标方/小时电解水制氢装置。通过本项目的建设，公司将有望从传统能源公司弯道超车成为新能源公司中的行业先行者。

● 预计原油温和上涨，公司盈利提升确定性强

公司作为煤化工龙头，对油价更为抗跌。但长期油价的下行将削弱公司产品的成本优势。根据包括高盛、国际能源署等多家机构预测，受疫苗接种和经济复苏预期、欧佩克减产、多国持续宽松的货币政策和大规模财政刺激等多重利好上行因素叠加部分下行可能因素，综合分析油价走势将温和上涨，将进一步利好煤化工路线盈利。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 60.16、73.26、93.20 亿元，同比增速为 30.1%、21.8%、27.2%。对应 PE 分别为 17.9、14.7、11.55 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；自有煤矿生产经营风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 15928 | 19825 | 21868 | 26005 |
| 收入同比 (%) | 17.4% | 24.5% | 10.3% | 18.9% |
| 归属母公司净利润 | 4623 | 6016 | 7326 | 9320 |
| 净利润同比 (%) | 21.6% | 30.1% | 21.8% | 27.2% |
| 毛利率 (%) | 45.1% | 44.8% | 45.7% | 46.2% |
| ROE (%) | 17.8% | 18.8% | 18.7% | 19.2% |
| 每股收益 (元) | 0.63 | 0.82 | 1.00 | 1.27 |
| P/E | 20.62 | 17.90 | 14.70 | 11.55 |
| P/B | 3.68 | 3.37 | 2.74 | 2.22 |
| EV/EBITDA | 14.26 | 16.71 | 13.03 | 7.49 |

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|------------------------|----|
| 1 公司整体经营状况与财务数据 | 6 |
| 2 公司分业务经营状况及重大事件 | 6 |
| 风险提示: | 13 |
| 财务报表与盈利预测 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 公司营收半年度变化情况 | 7 |
| 图表 2 公司营收季度变化情况 | 7 |
| 图表 3 公司毛利半年度变化情况 | 7 |
| 图表 4 公司毛利季度变化情况 | 7 |
| 图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 | 7 |
| 图表 6 公司归母净利润季度变化情况 | 7 |
| 图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 | 8 |
| 图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 | 8 |
| 图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况 | 8 |
| 图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 | 8 |
| 图表 11 公司现金流半年度变化情况 | 8 |
| 图表 12 公司现金流季度变化情况 | 8 |
| 图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 | 9 |
| 图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 | 9 |
| 图表 15 公司净现比半年度变化情况 | 9 |
| 图表 16 公司净现比季度变化情况 | 9 |
| 图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 | 9 |
| 图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 | 9 |
| 图表 19 各系列产品经营数据 | 9 |
| 图表 20 产品价格价差 | 11 |
| 图表 21 2020 年公司及所处行业发生的重大事件 | 12 |

1 公司整体经营状况与财务数据

2020 年公司实现营收 159.28 亿元, 同比增长 17.39%; 归母净利润 46.23 亿元, 同比增长 21.59%; 扣非后归母净利润 48.47 亿元, 同比增长 23.99%; 加权平均 ROE 为 19.04, 同比降低 0.26 个百分点; 经营活动现金流量净额为 51.84 亿元, 同比增长 45.10%, 主要是焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目投入生产, 产品销量增加导致现金流入增加, 同时公司降低银行承兑汇票的结算比例, 现金流入增加。实现毛利润 71.83 亿元, 同比增长 20.45%; 毛利率为 45.10%, 同比提高 1.15 个百分点; 净利率为 29.02%, 同比提高 1.00 个百分点; 三项费用率为 8.50%, 同比降低 0.41 个百分点, 其中, 销售费用 5.37 亿元, 增幅 21.12%, 主要是随着公司募投项目全面投产, 聚烯烃产品产量增加, 产品销量上升, 运输装卸费用和销售人员薪酬同比增加。销售费用率为 3.37%, 同比提高 0.10 个百分点; 管理费用 5.17 亿元, 增幅 17.07%, 主要是公司实行扁平化管理, 整合管理层级, 部分厂矿管理人员调整到职能部门, 以及为公司发展储备人才, 使得管理费用中职工薪酬同比增加; 管理费用率为 3.25%, 同比降低 0.01 个百分点。财务费用 3.0 亿元, 降幅 7.44%, 主要原因是本年焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目全部投产, 公司现金流充裕, 置换部分高利率的贷款, 同时融资成本同比下降; 财务费用率为 1.88%, 同比降低 0.51 个百分点。研发费用为 1 亿元, 同比增加 87.28%, 新增费用主要用于聚乙烯、聚丙烯以及焦炭新产品的研究开发; 研发费用率为 0.63%, 同比增加 0.23 个百分点。购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 25.74 亿元, 同比降低 43.31%。净现比为 1.12, 同比增长 19.33%。货币资金为 30.87 亿元, 同比增长 65.82%, 主要来源于经营活动带来的现金流入增加。

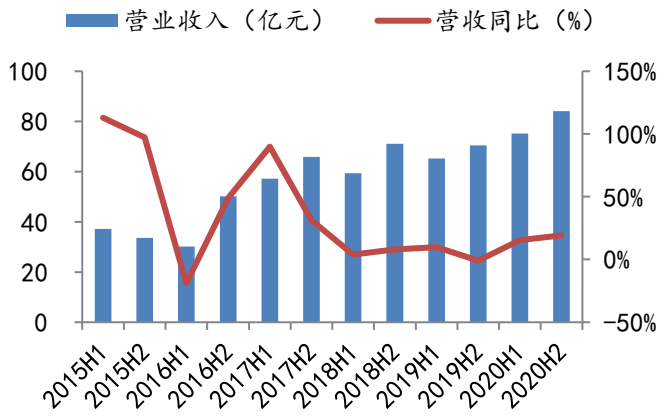
2 公司分业务经营状况及重大事件

2020 年烯烃板块实现营收 92.20 亿元, 同比增长 44.74%。营收占比 57.89%; 实现毛利润 39.44 亿元, 同比增长 40.46%, 毛利润占比 54.91%; 毛利率为 42.77%, 同比下降 1.32 个百分点。主要是焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目后段甲醇制 60 万吨/年聚烯烃于 2019 年 10 月投入生产, 本年销量同比增加 50.63 万吨, 影响烯烃产品收入增加 36.6 亿元, 聚烯烃产品价格同比下降 9.10%, 影响烯烃产品收入减少 8.69 亿元, 综合来看销量增加对收入起到主导作用。

焦化产品板块实现营收 52.03 亿元, 同比降低 3.42%。营收占比 32.67%; 实现毛利润 27.86 亿元, 同比增长 14.09%, 毛利润占比 38.79%; 毛利率为 53.55%, 同比上升 8.22 个百分点, 主要是销量及价格均下降。

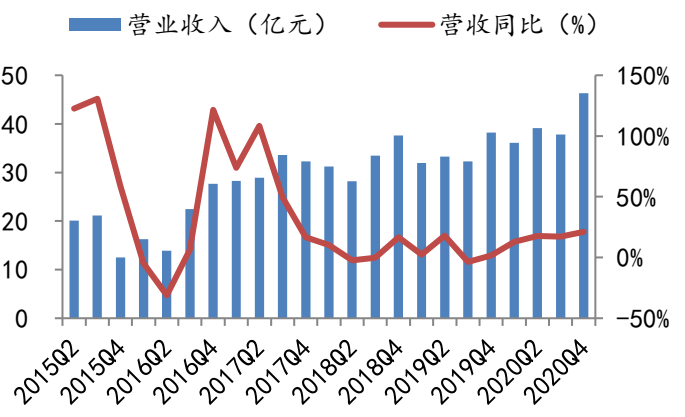
精细化工产品板块实现营收 14.53 亿元, 同比减少 17.86%。营收占比 9.12%; 实现毛利润 4.19 亿元, 同比降低 39.89%, 毛利润占比 5.83%; 毛利率为 28.86%, 同比下降 10.53 个百分点, 主要是由于精细化工产品纯苯、MTBE 销售价格随市场波动下行。

图表 1 公司营收半年度变化情况



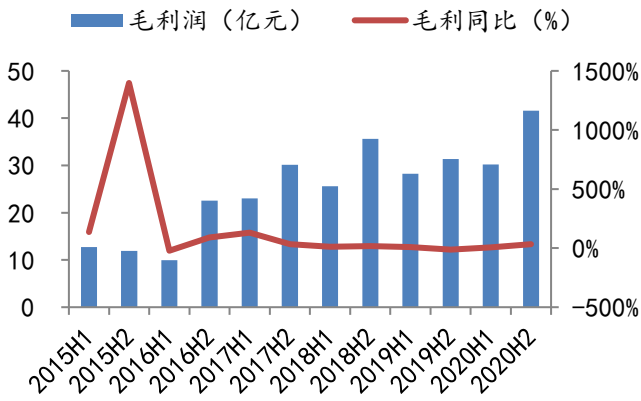
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司营收季度变化情况



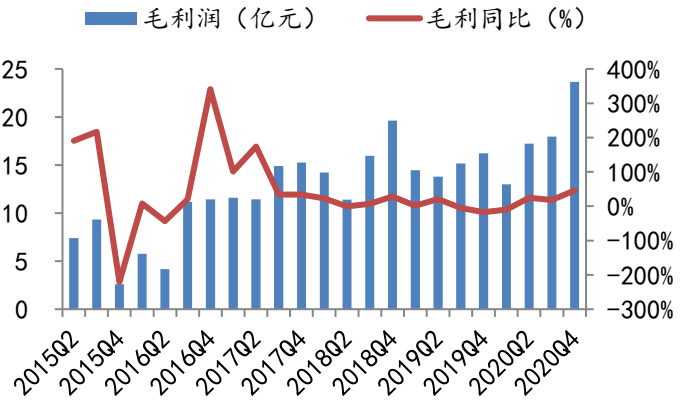
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



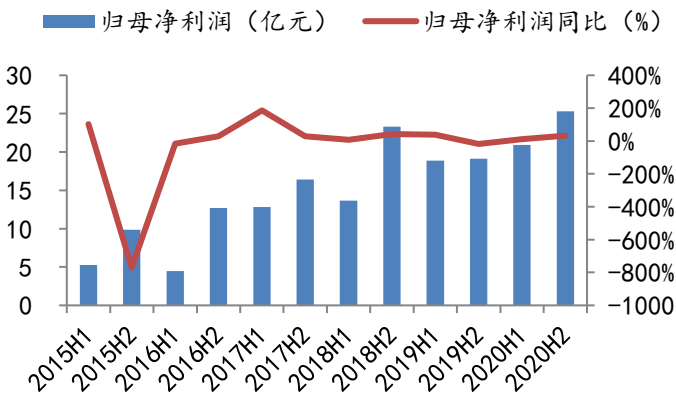
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



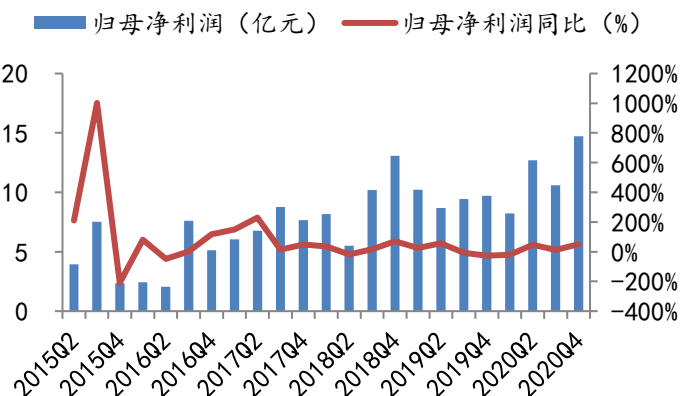
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



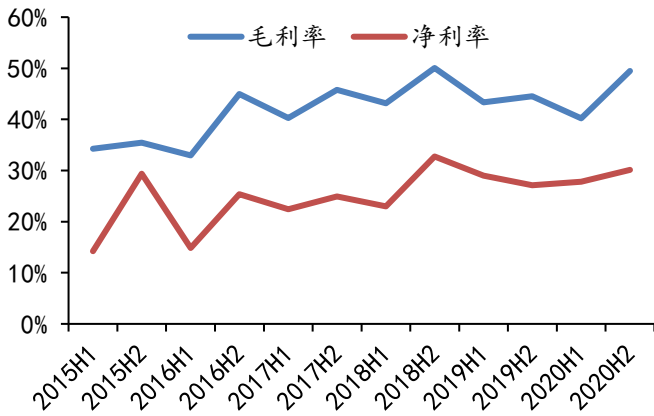
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



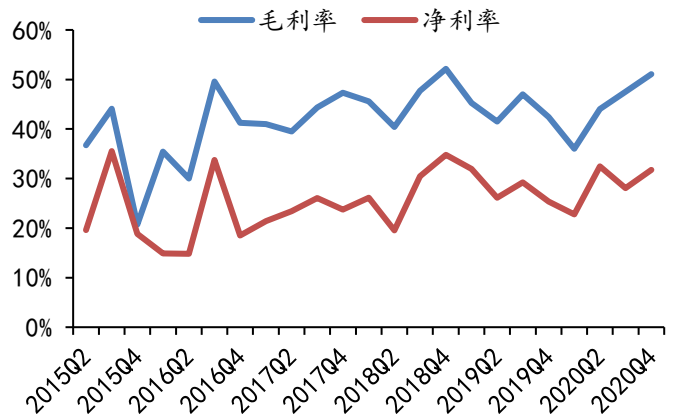
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



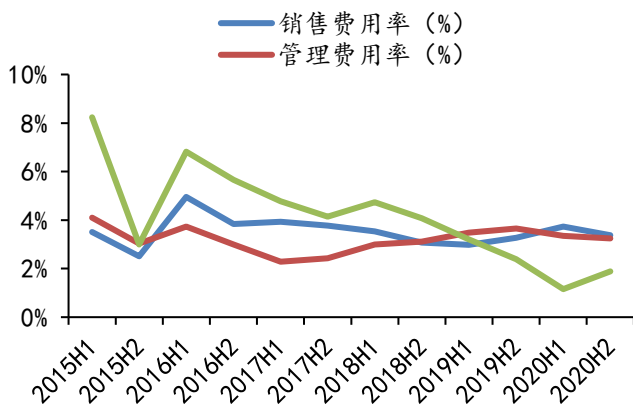
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



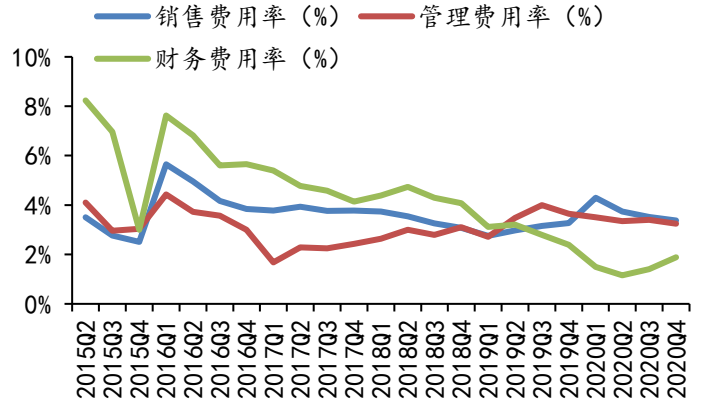
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



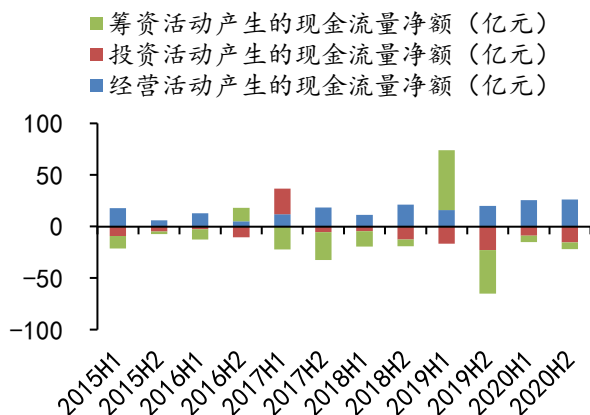
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



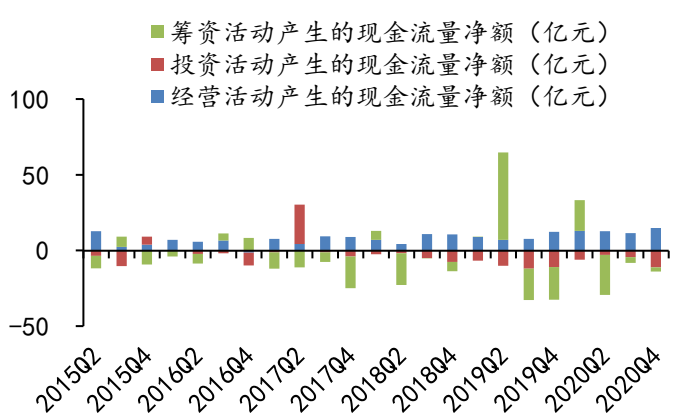
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



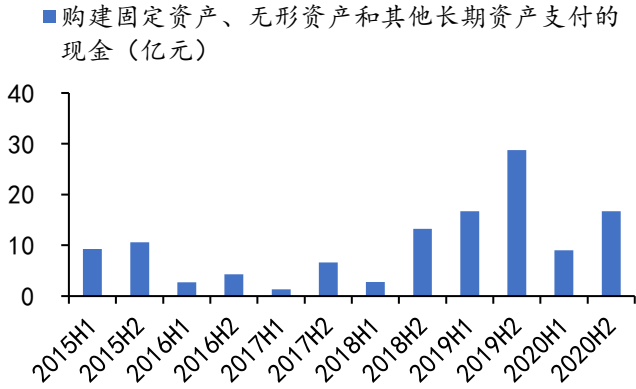
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



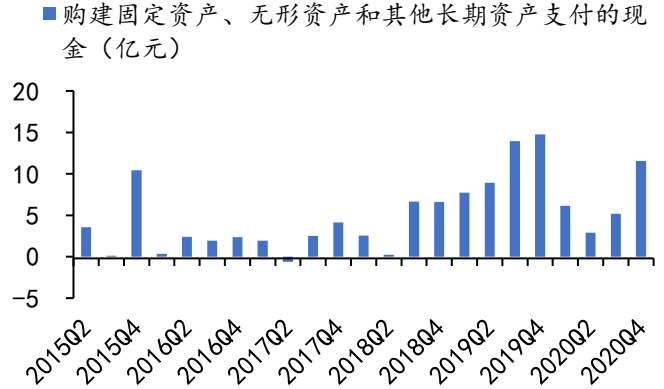
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



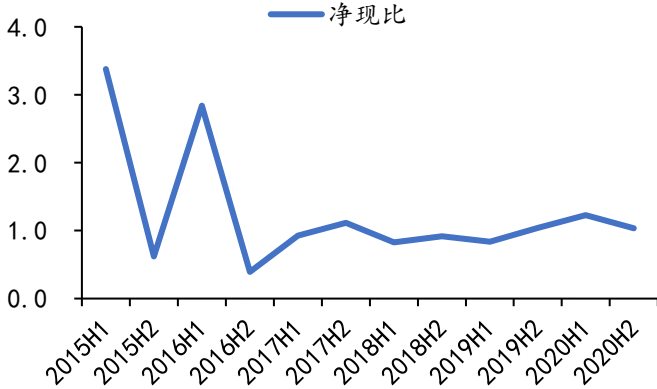
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



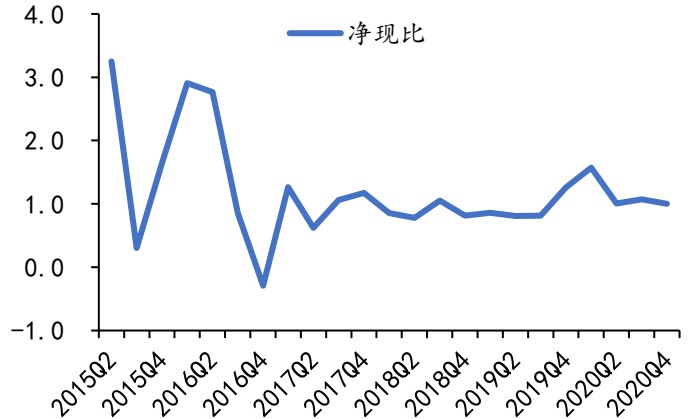
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



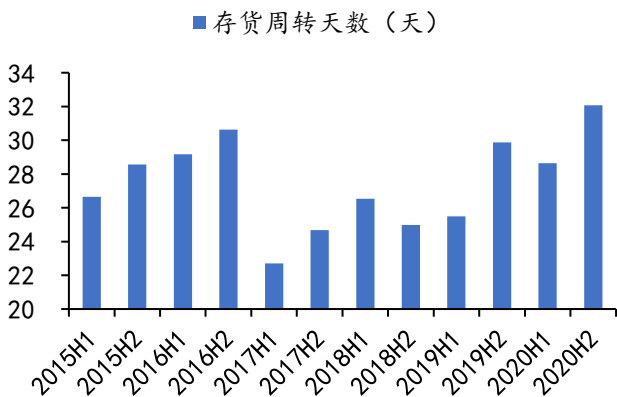
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



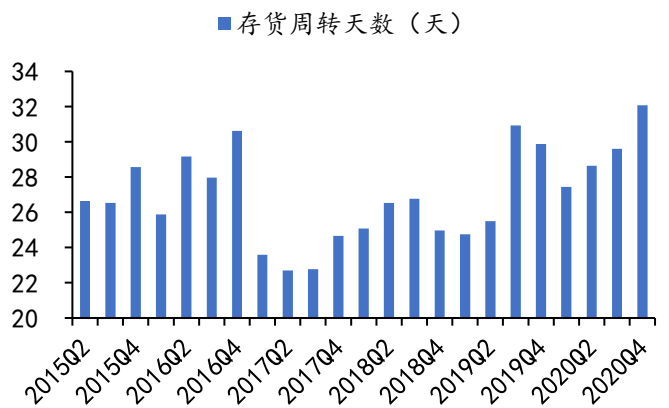
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 各系列产品经营数据

| 烯烃系列 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 营收 | 成本 | 毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 亿元 | 亿元 | % |
| 15H1 | - | - | - | - |
| 15H2 | - | - | - | - |
| 16H1 | - | - | - | - |
| 16H2 | - | - | - | - |
| 17H1 | 26.07 | 15.02 | 11.05 | 42.38 |
| 17H2 | 28.00 | 15.39 | 12.60 | 45.00 |
| 18H1 | - | - | - | - |
| 18H2 | - | - | - | - |
| 19H1 | 26.23 | - | - | - |
| 19H2 | 37.47 | - | - | - |
| 20H1 | 44.21 | - | - | - |
| 20H2 | 47.99 | - | - | - |
| 15FY | 47.56 | 27.13 | 20.43 | 42.97 |
| 16FY | 45.29 | 23.93 | 21.36 | 47.17 |
| 17FY | 54.07 | 30.41 | 23.65 | 43.75 |
| 18FY | 55.31 | 31.44 | 23.87 | 43.16 |
| 19FY | 63.70 | 35.61 | 28.08 | 44.09 |
| 20FY | 92.20 | 52.76 | 39.44 | 42.77 |
| 焦化产品系列 | | | | |
| | 营收 | 成本 | 毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 亿元 | 亿元 | % |
| 19H1 | 27.68 | - | - | - |
| 19H2 | 26.19 | - | - | - |
| 20H1 | 23.49 | - | - | - |
| 20H2 | 28.54 | - | - | - |
| 15FY | 15.96 | 15.45 | 0.51 | 3.19 |
| 16FY | 25.57 | 18.39 | 7.17 | 28.06 |
| 17FY | 50.48 | 28.48 | 22.00 | 43.58 |
| 18FY | 56.19 | 27.08 | 29.11 | 51.80 |
| 19FY | 53.87 | 29.45 | 24.42 | 45.33 |
| 20FY | 52.03 | 24.17 | 27.86 | 53.55 |
| 精细化工产品系列 | | | | |
| | 营收 | 成本 | 毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 亿元 | 亿元 | % |
| 19H1 | 2.91 | - | - | - |
| 19H2 | 14.78 | - | - | - |
| 20H1 | 7.30 | - | - | - |
| 20H2 | 7.23 | - | - | - |
| 15FY | 6.68 | 3.34 | 3.34 | 49.99 |
| 16FY | 9.19 | 5.35 | 3.84 | 41.82 |

| | | | | |
|------|-------|-------|------|-------|
| 17FY | 18.01 | 10.77 | 7.23 | 40.17 |
| 18FY | 18.64 | 10.52 | 8.12 | 43.56 |
| 19FY | 17.69 | 10.72 | 6.97 | 39.39 |
| 20FY | 14.53 | 10.34 | 4.19 | 28.86 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 产品价格价差

| | (元/吨) | 烯烃产品 | | 焦化产品 | 精细化学品 | |
|---------|---------|------------|----------|---------|---------|----------------|
| | | 高密度聚乙烯茂名石化 | 聚丙烯 | 焦炭:华北 | 纯苯:华北 | MTBE 现货 基准价 |
| 半年度均价 | 15H1 | 9967.77 | 9014.36 | 941.73 | 5471.9 | 5525.84 |
| | 15H2 | 9047.64 | 7755.66 | 792.3 | 4724.8 | 4886.13 |
| | 16H1 | 8747.52 | 7045.49 | 766.82 | 4813.03 | 4406.1 |
| | 16H2 | 9008.74 | 8666.67 | 1345.62 | 5758.66 | 4751.29 |
| | 17H1 | 9054.05 | 8612.76 | 1722.88 | 6989.47 | 4900.43 |
| | 17H2 | 10021.51 | 9104.42 | 1853.82 | 6293.13 | 5001.17 |
| | 18H1 | 10263.14 | 9294.12 | 1992.13 | 6348.88 | 5597.39 |
| | 18H2 | 10030.31 | 10093.05 | 2289.23 | 6296.64 | 5624.28 |
| | 19H1 | 8679.66 | 9021.05 | 1998.8 | 4478.56 | 5330.07 |
| | 19H2 | 7886.48 | 8812.64 | 1921.08 | 5299.63 | 5741.41 |
| | 20H1 | 6872.96 | 7888.19 | 1758.88 | 4194.03 | 3998.93 |
| | 20H2 | 7712.42 | 8471.71 | 1870.38 | 3429.10 | 3746.55 |
| | 20H1 同比 | -20.82% | -12.56% | -12.00% | -6.35% | -24.97% |
| | 20H1 环比 | -12.85% | -10.49% | -8.44% | -20.86% | 30.35% |
| | 20H2 同比 | -2.21% | -3.87% | -2.64% | -35.30% | -34.75% |
| 20H2 环比 | 12.21% | 7.40% | 6.34% | -18.24% | -6.31% | |
| 季度均价 | 17Q1 | 9365.42 | 8980.35 | 1736.45 | 7659.09 | 4924.88 |
| | 17Q2 | 8757.74 | 8286.01 | 1689.47 | 6329.85 | 4877.56 |
| | 17Q3 | 9496.82 | 8878.41 | 1851.62 | 6081.06 | 4809.39 |
| | 17Q4 | 10598.67 | 9330.43 | 1856.03 | 6508.46 | 5215.69 |
| | 18Q1 | 10366.96 | 9355.2 | 2054.64 | 6629.1 | 5506.5 |
| | 18Q2 | 10169.35 | 9239.83 | 1939.23 | 6068.66 | 5679.48 |
| | 18Q3 | 10282.58 | 9892.54 | 2300 | 6735.82 | 5893.77 |
| | 18Q4 | 9757.38 | 10295.32 | 2276.67 | 5857.46 | 5332.7 |
| | 19Q1 | 8876.32 | 9232.94 | 2008.33 | 4642.31 | 5511.53 |
| | 19Q2 | 8495.9 | 8832.7 | 1990 | 4319.7 | 5154.56 |
| | 19Q3 | 8107.12 | 8954.37 | 1960.15 | 5215.67 | 5889.92 |
| | 19Q4 | 7651.61 | 8670.91 | 1882 | 5383.58 | 5583.31 |
| | 20Q1 | 6914.87 | 7616.2 | 1813.5 | 5083.79 | 4520.5 |

| | | | | | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 20Q2 | 6846.6 | 8160.18 | 1708.46 | 3330.44 | 3544.66 |
| | 20Q3 | 7548.51 | 8275.78 | 1786.15 | 3066.79 | 3755.52 |
| | 20Q4 | 7892.46 | 8667.64 | 1954.62 | 3827.05 | 3736.70 |
| | 20Q1 同比 | -22.10% | -17.51% | -9.70% | 9.51% | -17.98% |
| | 20Q1 环比 | -9.63% | -12.16% | -3.64% | -5.57% | -19.04% |
| | 20Q2 同比 | -19.41% | -7.61% | -14.15% | -22.90% | -31.23% |
| | 20Q2 环比 | -0.99% | 7.14% | -5.79% | -34.49% | -21.59% |
| | 20Q3 同比 | -6.89% | -7.58% | -8.88% | -41.20% | -36.24% |
| | 20Q3 环比 | 10.25% | 1.42% | 4.55% | -7.92% | 5.95% |
| | 20Q4 同比 | 3.15% | -0.04% | 3.86% | -28.91% | -33.07% |
| | 20Q4 环比 | 4.56% | 4.74% | 9.43% | 24.79% | -0.50% |
| 最新价格 | 3月10日 | 8580 | 9469 | 3650 | 6550 | 5620 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 2020 年公司及其所处行业发生的重大事件

| 时间 | 事件 | 描述 |
|---------------|-----------|--|
| 重点项目进展 | | |
| 20 年 6 月 | 项目入政府规划 | 400 万吨/年煤制烯烃项目于 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》。 |
| 20 年 7 月 28 日 | 项目获政府批准 | 《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。 |
| 20 年 8 月 11 日 | 项目增资 | 2020 上半年公司分别向红四煤业项目、丁家煤矿项目、马莲台煤矿安全技改项目、焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目和光伏发电项目增资投入 2.06、2.76、0.63、20.76、2.15 亿元。 |
| 21 年 1 月 12 日 | 节能评估公示 | 50 万吨/年煤制烯烃项目节能评估报告有关审查意见的函公示。 |
| 21 年 3 月 4 日 | 项目入政府工作报告 | 3 月 3 日, 在鄂尔多斯市第四届人民代表大会第四次会议上, 鄂尔多斯市市长李理作政府工作报告, 提到“确保宝丰煤制烯烃等项目开工建设”。 |
| 公司重大事件 | | |
| 20 年 3 月 | 新产品投产 | 公司根据市场需求转产了高熔指聚丙烯纤维料 S2040、聚丙烯注塑料 V30G 和小中空聚乙烯 BM593, 其中小中空料 BM593 是钛系双峰产品, 是国内煤制烯烃中首个双峰小中空产品 |
| 20 年 4 月 17 日 | 项目开工 | 总投资 14 亿元的太阳能电解水制氢储能及综合应用示范项目一期正式开工, 预计 2020 年底投产, 氢气产量将达到 2 万标方/小时。 |
| 20 年 5 月 7 日 | 定向增发 | 拟以 34.80 元/股向 11 名特定对象发行 3275.862 万 A 股, 募集资金 11.40 亿元, 预计 2020 年 11 月 12 日上市流通。 |
| 20 年 5 月 | 项目开工 | 300 万吨/年煤焦化多联产项目, 同步建设 10 万吨/年针状焦、原 10 万吨/年苯加氢装置扩建至 12 万吨/年、原 30 万吨/年焦油加工装置扩产至 40 万吨/年, 总投资 34 亿元, 计划 2021 年底建成投产 |
| 20 年 5 月 | 募投项目投产 | 首发上市募投项目焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目全面投产, 至此公司具备 |

| | | |
|---------------|------------------------------------|---|
| 29 日 | | 聚烯烃产能 120 万吨/年、甲醇产能 400 万吨/年。 |
| 20 年 7 月 4 日 | 新设子公司 | 以自有资金人民币 9.5 亿元与全资子公司烯烃二厂共同设立子公司“内蒙古宝丰煤基新材料有限公司”，注册资金 10 亿元。 |
| 20 年 7 月 17 日 | 环评通过专家评审 | 总投资 137.7 亿元的 50 万吨/年煤制烯烃项目顺利通过专家评审。 |
| 20 年 7 月 21 日 | 采矿许可证 | 全资子公司红四煤业收到宁夏自然资源厅颁发的《中华人民共和国采矿许可证》，公司煤矿产能将增加至 750 万吨/年。 |
| 20 年 8 月 | 项目开工 | 三期 50 万吨/年煤制烯烃，主要包括 150 万吨/年煤气化制甲醇装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置、25 万吨/年乙烯-醋酸乙烯聚合物 (EVA) 装置、30 万吨/年聚丙烯装置，总投资 129.7 亿元，预计于 2022 年底投产，其中 EVA 项目预计 2023 年一季度投产。 |
| 20 年 10 月 | 试运转 | 红四煤矿于 2020 年 10 月进入联合试运转阶段，将于今年年内进入正式生产 |
| 行业重大事件 | | |
| 20 年 12 月 | 项目开工 | 恒力 (榆林) 煤化一体化项目开工，总投资 1350 亿，主要产品是聚酯、化纤和纺织材料。 |
| 21 年 2 月 25 日 | 《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》(征求意见稿) | 内蒙古自治区发改委发布，“除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目”。 |
| 20 年 6 月至今 | 布油重回上涨 | 疫情加速好转、市场对经济复苏的信心增强等综合因素，油价温和上涨，当前 (2021 年 3 月 10 日) 报 67.60 美元/桶。 |

资料来源：公司公告，政府公告，wind，华安证券研究所

风险提示：

项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；自有煤矿生产经营风险。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 4864 | 18941 | 37668 | 60185 | 营业收入 | 15928 | 19825 | 21868 | 26005 |
| 现金 | 3087 | 16940 | 35516 | 57754 | 营业成本 | 8745 | 10950 | 11883 | 13999 |
| 应收账款 | 20 | 24 | 26 | 31 | 营业税金及附加 | 211 | 296 | 291 | 360 |
| 其他应收款 | 174 | 135 | 166 | 205 | 销售费用 | 537 | 642 | 720 | 858 |
| 预付账款 | 185 | 211 | 242 | 282 | 管理费用 | 517 | 625 | 704 | 834 |
| 存货 | 803 | 999 | 1102 | 1289 | 财务费用 | 300 | 37 | -459 | -1072 |
| 其他流动资产 | 594 | 632 | 615 | 623 | 资产减值损失 | 0 | 3 | 5 | 5 |
| 非流动资产 | 33241 | 26116 | 15005 | 2802 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 4 | 2 | 3 | 4 |
| 固定资产 | 25179 | 19684 | 11442 | 2505 | 营业利润 | 5536 | 7205 | 8648 | 10921 |
| 无形资产 | 3801 | 3056 | 1939 | 596 | 营业外收入 | 25 | 26 | 32 | 38 |
| 其他非流动资产 | 4261 | 3375 | 1624 | -299 | 营业外支出 | 313 | 318 | 285 | 301 |
| 资产总计 | 38105 | 45057 | 52673 | 62988 | 利润总额 | 5249 | 6913 | 8395 | 10658 |
| 流动负债 | 5635 | 6571 | 6862 | 7856 | 所得税 | 626 | 898 | 1069 | 1338 |
| 短期借款 | 400 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 4623 | 6016 | 7326 | 9320 |
| 应付账款 | 437 | 661 | 688 | 804 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 4797 | 5910 | 6173 | 7052 | 归属母公司净利润 | 4623 | 6016 | 7326 | 9320 |
| 非流动负债 | 6570 | 6570 | 6570 | 6570 | EBITDA | 6925 | 5793 | 6005 | 7477 |
| 长期借款 | 4678 | 4678 | 4678 | 4678 | EPS (元) | 0.63 | 0.82 | 1.00 | 1.27 |
| 其他非流动负债 | 1892 | 1892 | 1892 | 1892 | | | | | |
| 负债合计 | 12205 | 13141 | 13431 | 14426 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股本 | 7333 | 7333 | 7333 | 7333 | | | | | |
| 资本公积 | 7268 | 7268 | 7268 | 7268 | | | | | |
| 留存收益 | 11299 | 17315 | 24641 | 33961 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 25900 | 31916 | 39242 | 48562 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 38105 | 45057 | 52673 | 62988 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 经营活动现金流 | 5184 | 6339 | 5900 | 8300 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 4623 | 6016 | 7326 | 9320 | 营业收入 | 17.4% | 24.5% | 10.3% | |
| 折旧摊销 | 1107 | -1441 | -2161 | -2348 | 营业利润 | 19.5% | 30.1% | 20.0% | |
| 财务费用 | 347 | 337 | 327 | 327 | 归属于母公司净利 | 21.6% | 30.1% | 21.8% | |
| 投资损失 | -4 | -2 | -3 | -4 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -941 | 1112 | 140 | 715 | 毛利率 (%) | 45.1% | 44.8% | 45.7% | |
| 其他经营现金流 | 5616 | 5221 | 7456 | 8894 | 净利率 (%) | 29.0% | 30.3% | 33.5% | |
| 投资活动现金流 | -2453 | 8251 | 13004 | 14266 | ROE (%) | 17.8% | 18.8% | 18.7% | |
| 资本支出 | -2574 | 8250 | 13001 | 14262 | ROIC (%) | 15.8% | 16.6% | 15.7% | |
| 长期投资 | 121 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 0 | 2 | 3 | 4 | 资产负债率 (%) | 32.0% | 29.2% | 25.5% | |
| 筹资活动现金流 | -1269 | -738 | -327 | -327 | 净负债比率 (%) | 47.1% | 41.2% | 34.2% | |
| 短期借款 | 220 | -400 | 0 | 0 | 流动比率 | 0.86 | 2.88 | 5.49 | |
| 长期借款 | 2035 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.69 | 2.70 | 5.29 | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.42 | 0.44 | 0.42 | |
| 其他筹资现金流 | -3524 | -337 | -327 | -327 | 应收账款周转率 | 798.39 | 838.10 | 830.58 | |
| 现金净增加额 | 1462 | 13853 | 18576 | 22239 | 应付账款周转率 | 19.99 | 16.57 | 17.27 | |

| 每股指标 (元) | | | | |
|-----------|------|------|------|------|
| 每股收益 | 0.63 | 0.82 | 1.00 | 1.27 |
| 每股经营现金流薄) | 0.71 | 0.86 | 0.80 | 1.13 |
| 每股净资产 | 3.53 | 4.35 | 5.35 | 6.62 |

| 估值比率 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 20.62 | 17.90 | 14.70 | 11.55 |
| P/B | 3.68 | 3.37 | 2.74 | 2.22 |
| EV/EBITDA | 14.26 | 16.71 | 13.03 | 7.49 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 天津大学化工学士, 2年化工战略规划经验, 4年化工卖方研究经验; 2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。