

公司研究

聚烯烃产销量大幅增长，煤制烯烃项目长期增长可期

——宝丰能源（600989.SH）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内实现营收 159.28 亿元，同比增长 17.39%；实现归母净利润 46.23 亿元，折 EPS 0.63 元/股，同比增加 21.59%。

点评：公司 2020 年业绩增长主要是由于其 60 万吨甲醇制烯烃二期项目于 2019 年 10 月投产，从而大幅提升公司 2020 年烯烃产量：2020 年公司生产聚乙烯 69.48 万吨，同比大幅增加 57.76%；生产聚丙烯 64.07 万吨，同比增加 51.66%。在 2020 年疫情对全球化工品需求造成冲击，导致化工品价格下滑的情况下，公司以量补价，实现了营收和利润的双重增长。

积极布局烯烃项目，保障长期成长空间：公司目前正在积极布局一系列煤制烯烃及下游产品项目：旗下宝丰煤基新材料有限公司 400 万吨/年煤制烯烃示范项目（一期 260 万吨/年）于 2020 年 7 月获批；宁东三期 50 万吨/年煤制烯烃与 50 万吨 C2-C5 综合利用制烯烃项目于 2020 年 9 月正式开工建设，预计 2022 年底 100 万吨/年聚烯烃产能投产，2023 年 25 万吨/年 EVA 装置投产。此外，随着公司三期项目 100 万吨/年煤制烯烃和内蒙项目 400 万吨/年煤制烯烃的投建，未来公司煤制烯烃的总产能将达到 620 万吨/年，成为全球最大的煤制烯烃企业之一，市场占有率和行业影响力将进一步增强。

积极优化生产工艺，生产单耗持续降低：公司持续加强工艺技术和成本管控，多项工艺指标创下历史最优水平：烯烃一厂在抗疫关键时刻一次性成功转产高熔指纤维聚丙烯 S2040，批量生产 3.2 万吨，增效 5341 万元。烯烃二厂通过优化工艺参数，甲醇单耗低至 2.885t/t，创国内行业最好水平；双烯收率 34.66%，同比上升 0.81%。设计能力 220 万吨/年的甲醇二厂自 2020 年 6 月 10 日全线试车成功，报告期内生产甲醇 131 万吨，实现当年投产、当年达产。此外，公司建立网络运输平台提升物流运输效率，全年运输原料和产品 912 万吨，同比提升 25.7%，节约运费超过 2000 万元，烯烃产品挂单时间由 20 分钟/车缩短至 1 分钟/车。

盈利预测、估值与评级：由于 2021 年国内将有一大批聚烯烃项目投产，对国内烯烃供需市场造成一定冲击，从而影响聚烯烃行业的整体盈利能力，对公司业绩也将造成一定的影响，故我们下调了对公司 21-22 年的盈利预测，并新增对公司 23 年的盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.77、0.91、1.06 元/股。公司积极进行煤制烯烃产业布局，并同时向下游延伸推进，长期持续向好，故我们维持“增持”评级。

风险提示：煤价大幅上涨风险；公司项目建设不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,568	15,928	19,166	22,196	25,245
营业收入增长率	3.95%	17.39%	20.33%	15.81%	13.73%
净利润（百万元）	3,802	4,623	5,682	6,681	7,788
净利润增长率	2.88%	21.59%	22.91%	17.58%	16.57%
EPS（元）	0.52	0.63	0.77	0.91	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.28%	17.85%	19.24%	18.45%	17.70%
P/E	32	26	21	18	16
P/B	5.2	4.7	4.1	3.3	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-12

增持（维持）

当前价：16.47 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

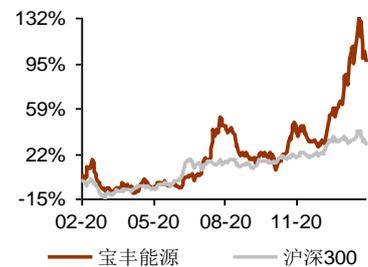
执业证书编号：S0930517050005
010-56513000

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	73.33
总市值(亿元)	1207.80
一年最低/最高(元)	7.76/21.42
近 3 月换手率	42.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.75	36.29	55.83
绝对	-20.53	40.58	87.94

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,568	15,928	19,166	22,196	25,245
营业成本	7,605	8,745	10,556	12,231	13,912
折旧和摊销	818	1,098	1,731	1,881	2,010
税金及附加	160	211	253	294	334
销售费用	443	537	646	748	851
管理费用	442	517	623	721	820
研发费用	53	100	120	139	159
财务费用	324	300	120	50	-125
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	4,632	5,536	6,895	8,057	9,344
利润总额	4,385	5,249	6,608	7,770	9,057
所得税	584	626	925	1,088	1,268
净利润	3,802	4,623	5,683	6,682	7,789
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	3,802	4,623	5,682	6,681	7,788
EPS(按最新股本计)	0.52	0.63	0.77	0.91	1.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,573	5,184	6,167	8,989	9,619
净利润	3,802	4,623	5,682	6,681	7,788
折旧摊销	818	1,098	1,731	1,881	2,010
净营运资金增加	1,295	570	1,981	207	641
其他	-2,342	-1,107	-3,228	220	-819
投资活动产生现金流	-3,973	-2,453	-3,009	-2,521	-1,996
净资本支出	-4,541	-2,574	-3,000	-2,500	-2,000
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	568	121	-9	-21	4
融资活动现金流	1,587	-1,269	-2,242	-1,177	356
股本变化	733	0	0	0	0
债务净变化	-4,005	1,745	-100	-1,157	200
无息负债变化	801	517	-915	788	361
净现金流	1,188	1,462	916	5,291	7,979

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	44.0%	45.1%	44.9%	44.9%	44.9%
EBITDA 率	42.1%	43.7%	45.5%	45.0%	44.5%
EBIT 率	36.0%	36.7%	36.5%	36.5%	36.5%
税前净利润率	32.3%	33.0%	34.5%	35.0%	35.9%
归母净利润率	28.0%	29.0%	29.6%	30.1%	30.8%
ROA	11.4%	12.1%	14.0%	14.2%	14.1%
ROE (摊薄)	16.3%	17.8%	19.2%	18.5%	17.7%
经营性 ROIC	14.7%	15.9%	16.9%	19.1%	21.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	32%	27%	23%	21%
流动比率	0.57	0.86	1.44	3.26	5.09
速动比率	0.44	0.72	1.22	2.95	4.77
归母权益/有息债务	4.93	3.99	4.62	6.93	8.11
有形资产/有息债务	6.10	5.11	5.63	8.12	9.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,295	38,105	40,719	47,032	55,381
货币资金	1,862	3,087	4,004	9,295	17,274
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	15	20	24	28	32
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	45	174	209	242	275
存货	755	803	970	1,124	1,278
其他流动资产	332	594	756	907	1,060
流动资产合计	3,175	4,864	6,186	11,855	20,214
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	17,904	25,179	26,456	27,247	27,517
在建工程	6,876	2,466	2,358	2,116	1,808
无形资产	3,221	3,801	3,611	3,430	3,259
商誉	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
其他非流动资产	800	575	588	588	588
非流动资产合计	30,120	33,241	34,533	35,177	35,167
总负债	9,943	12,205	11,189	10,820	11,381
短期借款	180	400	0	0	0
应付账款	505	437	528	612	696
应付票据	548	331	399	462	526
预收账款	318	0	0	0	0
其他流动负债	-48	-71	26	117	209
流动负债合计	5,531	5,635	4,287	3,638	3,968
长期借款	2,643	4,678	4,978	5,228	5,428
应付债券	43	0	0	0	0
其他非流动负债	1,725	158	190	221	251
非流动负债合计	4,412	6,570	6,902	7,182	7,413
股东权益	23,352	25,900	29,530	36,212	44,001
股本	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333
公积金	8,193	8,643	9,211	9,879	10,658
未分配利润	7,677	9,797	12,857	18,870	25,879
归属母公司权益	23,352	25,900	29,529	36,210	43,998
少数股东权益	0	0	1	2	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.27%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%
管理费用率	3.26%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
财务费用率	2.39%	1.88%	0.63%	0.23%	-0.50%
研发费用率	0.39%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
所得税率	13%	12%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.28	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.49	0.71	0.84	1.23	1.31
每股净资产	3.18	3.53	4.03	4.94	6.00
每股销售收入	1.85	2.17	2.61	3.03	3.44

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	26	21	18	16
PB	5.2	4.7	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	22.1	18.3	14.5	12.1	10.1
股息率	1.7%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------