

宝丰能源 (600989)

证券研究报告

2021年03月17日

20年业绩符合预期，在建规划项目“再造”宝丰

事件：

2020年3月10日，公司公告2020年实现营业收入159.28亿元，同比增长17.39%；实现归母净利润46.23亿元，同比增长21.59%。分单季度看，公司2020年四季度实现营业收入46.29亿元，同比增长21.12%；实现归母净利润14.71亿元，同比增长51.77%。

点评：

疫情影响烯烃产品售价下降，导致盈利能力小幅下降。2020年，公司烯烃产品实现营业收入92.21亿元，同比增长44.76%，占总营收的57.89%。由于公司甲醇制烯烃产线于2019年10月投产，导致公司2020年实现聚烯烃销量132.01万吨，同比增长62.21%。根据Wind，2020年聚烯烃市场均价为7751.74元/吨，同比下降8.71%。而公司烯烃产品售价同比下降9.10%，略高于行业水平，导致该业务毛利率小幅下滑1.32个百分点。

自给率提升+原材料价格下降，焦炭产品盈利能力大幅提升。2020年，公司焦化产品营业收入为52.03亿元，同比下降3.41%，占总营收的32.67%。2020年10月，红四煤矿投入联合试运转，公司煤炭产能由510万吨/年增加至750万吨/年，进一步提升了焦炭原材料自给率，降低生产成本。叠加，公司2020年外购精煤价格同比下降了8.28%，造成公司焦炭产品在销量同比下降3.35%，售价下降0.2%的情况下，毛利率提升了8.22个百分点。

在建项目规划“再造”宝丰，公司未来成长性强。2020年公司焦炭产能为400万吨/年，聚烯烃产能为120万吨/年。根据公司项目规划，焦炭方面，公司已开工建设产能300万吨/年的焦化多联产项目，预计2021年底焦炭总产能将达到700万吨/年。烯烃方面，公司目前在建三期100万吨/年的烯烃项目，预计2023年投产。而公司规划建设的内蒙古400万吨/年的烯烃项目，已被列入鄂尔多斯市总体规划，根据该规划目标，该项目将力争在2023年底建成投产，届时公司聚烯烃总产能将达620万吨/年，为目前公司烯烃产能的4倍。

光伏和电解水制氢项目进入试生产，成立碳中和研究院力争行业标杆。

2021年2月，公司200MWp太阳能发电及2万方/小时电解水制氢设施，年产1.6亿立方绿氢综合示范项目进入试生产阶段。该项目正式投产后，每年可减少煤炭消耗25.4万吨，减少二氧化碳排放44.5万吨，并帮助公司成为第一家用绿氢替代化石能源真正实现碳中和路径的企业。并且，公司还将成立“宝丰碳中和研究院”，深入研究电解水制氢与煤化工融合的产业模式，为化工行业“碳中和”提供支撑。

高分红比例+回购股份做股权激励，体现公司投资价值。2020年公司分红比例为44.42%。根据公司利润分配方案，拟向全体股东发放现金红利0.28元/股，但是由于公司拟向宁夏慈善基金会捐赠3亿元，为维护流通股东利益，公司限售股东将对流通股东做出补偿。补偿后，限售股每股发放现金红利0.26元，流通股每股发放现金0.32元，总计20.53亿元，占归母净利润的44.42%。此外，公司计划以集中竞价方式，不超人民币26.03元/股的回购价，花费不低于2亿元、不超过4亿元回购768至1537万股的股份，占公司总股本的0.11%至0.21%，用于实施股权激励。以2021年3月16日收盘价17.12元/股计算，公司最高回购股价增幅为50.04%；以公司2020年每股收益0.63元/股计算，公司估值将达41.32倍，较3月16日提升51.91%。

投资建议：考虑到公司在建项目将在2021及2023年投产，以及原料煤价格将同比增加影响成本提高，我们将公司2021-2022年归母净利润从51.44/63.14亿元调整至48.07/67.52亿元，预计2023年归母净利润为80.72亿元，2021-2023年EPS为0.66、0.92、1.10元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；在建项目不及预期；公司分红不及预期等

投资评级

行业	化工/化学原料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.12元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,333.36
流通A股股本(百万股)	1,994.27
A股总市值(百万元)	125,547.12
流通A股市值(百万元)	34,141.90
每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	32.03
一年内最高/最低(元)	21.42/8.01

作者

彭鑫 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《宝丰能源-首次覆盖报告:全产业链布局煤制烯烃行业，看好焦化板块业绩提升》2020-12-05

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568.20	15,927.73	16,739.69	21,392.79	26,807.06
增长率(%)	3.95	17.39	5.10	27.80	25.31
EBITDA(百万元)	5,735.96	7,020.84	7,093.66	9,330.34	11,314.01
净利润(百万元)	3,801.87	4,622.77	4,806.92	6,752.20	8,072.22
增长率(%)	2.88	21.59	3.98	40.47	19.55
EPS(元/股)	0.52	0.63	0.66	0.92	1.10
市盈率(P/E)	33.02	27.16	26.12	18.59	15.55
市净率(P/B)	5.38	4.85	4.35	3.88	3.29
市销率(P/S)	9.25	7.88	7.50	5.87	4.68
EV/EBITDA	12.52	12.62	17.32	12.79	9.62

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,861.88	3,087.44	9,842.64	11,694.18	21,711.36
应收票据及应收账款	15.46	19.95	342.09	(461.36)	(578.13)
预付账款	166.12	185.47	83.99	278.45	186.40
存货	754.74	803.32	643.63	1,195.90	995.84
其他	376.78	767.61	398.29	544.99	590.88
流动资产合计	3,174.97	4,863.79	11,310.64	13,252.16	22,906.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17,903.78	25,179.50	25,269.18	24,943.48	24,355.54
在建工程	7,043.51	2,531.76	1,555.06	981.03	618.62
无形资产	3,220.83	3,800.86	3,746.95	3,693.03	3,639.11
其他	1,951.66	1,729.09	2,007.82	1,888.37	1,872.50
非流动资产合计	30,119.78	33,241.22	32,579.00	31,505.91	30,485.78
资产总计	33,294.74	38,105.01	43,889.64	44,758.08	53,392.13
短期借款	180.00	400.36	180.00	180.00	180.00
应付票据及应付账款	1,053.03	767.92	2,424.20	887.11	3,009.62
其他	4,297.69	4,466.82	5,124.46	5,340.61	6,466.51
流动负债合计	5,530.73	5,635.10	7,728.66	6,407.72	9,656.13
长期借款	2,643.00	4,677.95	5,000.00	4,000.00	3,500.00
应付债券	43.42	0.00	1,039.53	360.98	466.84
其他	1,725.40	1,891.62	1,272.57	1,629.86	1,598.02
非流动负债合计	4,411.82	6,569.57	7,312.09	5,990.84	5,564.85
负债合计	9,942.54	12,204.67	15,040.76	12,398.57	15,220.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	7,333.36	7,333.36	7,333.36	7,333.36	7,333.36
资本公积	7,267.77	7,267.77	7,267.77	7,267.77	7,267.77
留存收益	15,869.59	18,439.37	21,515.53	25,026.15	30,837.79
其他	(7,118.52)	(7,140.15)	(7,267.77)	(7,267.77)	(7,267.77)
股东权益合计	23,352.20	25,900.35	28,848.89	32,359.51	38,171.15
负债和股东权益总计	33,294.74	38,105.01	43,889.64	44,758.08	53,392.13

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,801.87	4,622.77	4,806.92	6,752.20	8,072.22
折旧摊销	829.83	1,107.13	1,000.94	1,033.64	1,054.26
财务费用	367.47	347.35	314.92	330.67	347.20
投资损失	0.00	(4.26)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(259.56)	(558.79)	1,306.67	(811.19)	3,652.70
其它	(1,167.03)	(330.48)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	3,572.59	5,183.71	7,429.45	7,305.32	13,126.39
资本支出	5,280.30	4,276.27	679.05	(277.29)	81.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(9,253.00)	(6,729.18)	(739.05)	197.29	(131.85)
投资活动现金流	(3,972.70)	(2,452.91)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	4,740.33	6,485.53	8,044.57	6,243.04	5,791.61
股权融资	7,597.27	(321.56)	(442.53)	(330.67)	(347.20)
其他	(10,750.66)	(7,432.51)	(8,216.29)	(11,286.15)	(8,503.63)
筹资活动现金流	1,586.95	(1,268.55)	(614.25)	(5,373.77)	(3,059.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,186.83	1,462.26	6,755.20	1,851.54	10,017.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,568.20	15,927.73	16,739.69	21,392.79	26,807.06
营业成本	7,604.61	8,744.57	8,989.97	10,925.98	13,493.10
营业税金及附加	159.96	210.63	271.18	346.56	434.27
营业费用	443.34	536.98	590.68	679.28	815.14
管理费用	442.01	517.44	595.05	743.82	1,004.15
研发费用	53.42	100.05	200.09	400.19	800.37
财务费用	324.03	299.92	314.92	330.67	347.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.27	0.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	4.26	0.00	0.00	0.00
其他	(91.04)	(22.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,631.88	5,536.23	5,777.80	7,966.03	9,912.55
营业外收入	55.35	25.45	57.55	79.41	98.86
营业外支出	301.79	312.99	374.05	374.05	840.30
利润总额	4,385.43	5,248.69	5,461.30	7,671.39	9,171.11
所得税	583.56	625.92	654.38	919.19	1,098.89
净利润	3,801.87	4,622.77	4,806.92	6,752.20	8,072.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	3,801.87	4,622.77	4,806.92	6,752.20	8,072.22
每股收益(元)	0.52	0.63	0.66	0.92	1.10

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.95%	17.39%	5.10%	27.80%	25.31%
营业利润	2.84%	19.52%	4.36%	37.87%	24.44%
归属于母公司净利润	2.88%	21.59%	3.98%	40.47%	19.55%
获利能力					
毛利率	43.95%	45.10%	46.30%	48.93%	49.67%
净利率	28.02%	29.02%	28.72%	31.56%	30.11%
ROE	16.28%	17.85%	16.66%	20.87%	21.15%
ROIC	21.76%	20.23%	18.69%	27.91%	34.54%
偿债能力					
资产负债率	29.86%	32.03%	34.27%	27.70%	28.51%
净负债率	12.33%	13.12%	-6.23%	-16.85%	-41.71%
流动比率	0.57	0.86	1.46	2.07	2.37
速动比率	0.44	0.72	1.38	1.88	2.27
营运能力					
应收账款周转率	149.04	899.66	92.48	-358.72	-51.58
存货周转率	21.50	20.45	23.14	23.26	24.46
总资产周转率	0.45	0.45	0.41	0.48	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.63	0.66	0.92	1.10
每股经营现金流	0.49	0.71	1.01	1.00	1.79
每股净资产	3.18	3.53	3.93	4.41	5.21
估值比率					
市盈率	33.02	27.16	26.12	18.59	15.55
市净率	5.38	4.85	4.35	3.88	3.29
EV/EBITDA	12.52	12.62	17.32	12.79	9.62
EV/EBIT	14.60	14.96	20.17	14.38	10.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com