

业绩持续增长，布局氢能实现低碳转型



核心观点

- **业绩超预期**：公司发布 2021 中报业绩预告，预计实现归母净利润 36-38 亿元，同比增长 72.1%-81.6%，其中 2021Q2 实现归母净利润 18.7-20.7 亿元，同比增长 47.2%-63.0%，环比增长 8.3%-19.9%，业绩超预期。
- **不惧行业景气度下滑，精细化管理成效显著**：2021Q2 公司主要产品的价格均出现下滑，PE 期货均价 8071 元/吨，环比-201 元/吨，PP 期货均价 8578 元/吨，环比-157 元/吨，焦炭期货均价 2561 元/吨，环比-199 元/吨。而原材料方面则继续上涨，2021Q2 动力煤均价 875 元/吨，环比+136 元/吨。在行业价差收窄的情况下，公司能够逆势增长主要有两个原因：1.Q1 检修停产的 5 万吨 PP 在 Q2 恢复生产；2.公司精细化管理成效显著。
- **布局氢能实现低碳转型**：国家提出“3060”双碳目标后，市场对煤化工企业普遍悲观，但宝丰未雨绸缪，早在 2019 年就启动了 200MW 光伏发电及 2 万标方/小时电解水制氢储能及综合应用示范项目，足见公司的前瞻性。公司计划每年使用 5% 的绿氢替代煤制氢，将有效解决煤化工的过程排放问题，从而使“碳中和”不再成为制约公司成长的障碍。

财务预测与投资建议

- 鉴于焦炭价格大幅上升以及公司展现出的精细化管理能力，我们上调盈利预测，预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.99、1.13、1.49 元（原预测 0.64、0.75、-元），参考可比公司 21 年调整后平均市盈率 17 倍，对应目标价为 16.90 元/股（原目标价 15.96 元/股），维持买入评级。

风险提示

- 终端需求下滑；原材料价格大幅波动；新建项目进度不及预期；行业政策风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568	15,928	19,530	25,789	33,861
同比增长(%)	4.0%	17.4%	22.6%	32.0%	31.3%
营业利润(百万元)	4,632	5,536	8,534	9,703	12,649
同比增长(%)	2.8%	19.5%	54.2%	13.7%	30.4%
归属母公司净利润(百万元)	3,802	4,623	7,290	8,319	10,913
同比增长(%)	2.9%	21.6%	57.7%	14.1%	31.2%
每股收益(元)	0.52	0.63	0.99	1.13	1.49
毛利率(%)	44.0%	45.1%	53.7%	48.5%	49.3%
净利率(%)	28.0%	29.0%	37.3%	32.3%	32.2%
净资产收益率(%)	20.5%	18.8%	25.6%	23.9%	25.0%
市盈率	28.4	23.3	14.8	13.0	9.9
市净率	4.6	4.2	3.5	2.8	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月16日)	14.7元
目标价格	16.90元
52周最高价/最低价	21.03/8.79元
总股本/流通A股(万股)	733,336/199,427
A股市值(百万元)	107,800
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年07月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.32	5.59	-4.45	68.04
相对表现	5.91	8.36	-1.12	56.42
沪深300	2.41	-2.77	-3.33	11.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由于焦炭、聚乙烯、聚丙烯价格上涨，上调公司盈利。

表 1：核心假设调整

	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
焦炭价格（元/吨）	1100	1100	2086	1655
变动幅度			89.64%	50.45%
聚乙烯价格（元/吨）	6460	6460	7455	7455
变动幅度			15.40%	15.40%
聚丙烯价格（元/吨）	6726	6726	7600	7600
变动幅度			12.99%	12.99%
动力煤价格（元/吨）	606	606	822	822
变动幅度			35.64%	35.64%
分项目盈利预测				
焦炭				
销售收入（百万元）	5,010	8,767	9,269	12,869
变动幅度			85.02%	46.79%
毛利率	49.60%	42.00%	67.27%	51.64%
变动幅度			17.67%	9.64%
聚烯烃				
销售收入（百万元）	9,669	10,298	8,791	11,373
变动幅度			-9.07%	10.45%
毛利率	45.00%	44.80%	43.36%	47.54%
变动幅度			-1.64%	2.74%
精细化工				
销售收入（百万元）	1,438	1,518	1,416	1,490
变动幅度			-1.54%	-1.80%
毛利率	37.00%	37.00%	28.86%	28.86%
变动幅度			-8.14%	-8.14%
其他				
销售收入（百万元）	47	50	53	56
变动幅度			13.30%	13.21%
毛利率	39.20%	39.20%	65.68%	65.68%
变动幅度			26.48%	26.48%
销售收入合计（百万元）	16,164	20,632	19,530	25,789
变动幅度			20.82%	25.00%
综合毛利率	45.60%	43.00%	53.72%	48.55%
变动幅度			8.12%	5.55%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	16,164	20,632	19,530	25,789
变动幅度			20.82%	25.00%
营业利润	5,696	6,641	8,537	9,707
变动幅度			49.87%	46.17%
归属母公司净利润	4,711	5,530	7,292	8,323
变动幅度			54.78%	50.50%
每股收益（元）	0.64	0.75	0.99	1.13
变动幅度			54.78%	50.50%
毛利率（%）	45.60%	43.00%	53.72%	48.55%
变动幅度			8.12%	5.55%
净利率（%）	29.10%	26.80%	37.32%	32.26%
变动幅度			8.22%	5.46%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（估值日期 2021/07/17）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
万华化学	7.4	7.9	8.8	16.9	15.8	14.3
卫星石化	2.4	3.2	4.1	16.0	11.9	9.3
荣盛石化	1.2	1.6	1.8	16.6	12.7	11.3
东方盛虹	0.5	1.5	2.1	54.6	17.5	12.7
华鲁恒升	3.1	3.2	3.5	11.8	11.5	10.4
调整后平均				17	13	12

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,862	3,087	6,865	10,935	17,572	营业收入	13,568	15,928	19,530	25,789	33,861
应收票据、账款及款项融资	140	408	24	32	42	营业成本	7,605	8,745	9,039	13,270	17,181
预付账款	166	185	227	300	394	营业税金及附加	160	211	215	284	372
存货	755	803	723	1,062	1,374	营业费用	443	537	658	869	1,142
其他	252	379	418	487	575	管理费用及研发费用	495	617	757	1,000	1,313
流动资产合计	3,175	4,864	8,258	12,816	19,958	财务费用	324	300	347	682	1,221
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(78)	1	7	8	11
固定资产	17,904	25,179	29,349	28,560	29,136	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6,876	2,466	1,465	18,351	33,808	投资净收益	0	4	4	4	4
无形资产	3,221	3,801	3,733	3,665	3,597	其他	13	15	23	23	23
其他	2,119	1,795	1,789	1,789	1,789	营业利润	4,632	5,536	8,534	9,703	12,649
非流动资产合计	30,120	33,241	36,335	52,364	68,330	营业外收入	55	25	25	25	25
资产总计	33,295	38,105	44,594	65,180	88,288	营业外支出	302	313	283	283	283
短期借款	180	400	400	400	400	利润总额	4,385	5,249	8,277	9,445	12,391
应付票据及应付账款	1,053	768	723	1,062	1,375	所得税	584	626	987	1,126	1,478
其他	4,298	4,467	2,593	2,787	3,037	净利润	3,802	4,623	7,290	8,319	10,913
流动负债合计	5,531	5,635	3,716	4,249	4,812	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2,643	4,678	7,977	20,440	32,904	归属于母公司净利润	3,802	4,623	7,290	8,319	10,913
应付债券	43	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.63	0.99	1.13	1.49
其他	1,725	1,892	1,892	1,892	1,892						
非流动负债合计	4,412	6,570	9,868	22,332	34,795	主要财务比率					
负债合计	9,943	12,205	13,585	26,581	39,608		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333	营业收入	4.0%	17.4%	22.6%	32.0%	31.3%
资本公积	7,268	7,268	7,268	7,268	7,268	营业利润	2.8%	19.5%	54.2%	13.7%	30.4%
留存收益	8,602	11,172	16,408	23,998	34,079	归属于母公司净利润	2.9%	21.6%	57.7%	14.1%	31.2%
其他	149	128	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	23,352	25,900	31,009	38,599	48,680	毛利率	44.0%	45.1%	53.7%	48.5%	49.3%
负债和股东权益总计	33,295	38,105	44,594	65,180	88,288	净利率	28.0%	29.0%	37.3%	32.3%	32.2%
						ROE	20.5%	18.8%	25.6%	23.9%	25.0%
						ROIC	17.0%	17.0%	21.4%	18.0%	16.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.9%	32.0%	30.5%	40.8%	44.9%
净利润	3,802	4,623	7,290	8,319	10,913	净负债率	12.3%	13.1%	9.4%	29.3%	35.2%
折旧摊销	815	1,058	1,633	1,812	1,906	流动比率	0.57	0.86	2.22	3.02	4.15
财务费用	324	300	347	682	1,221	速动比率	0.44	0.72	2.03	2.77	3.86
投资损失	0	(4)	(4)	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	(1,040)	(99)	(1,541)	36	47	应收账款周转率	896.5	890.7	870.7	899.6	897.4
其它	(328)	(694)	(121)	8	11	存货周转率	12.1	11.2	11.8	14.9	14.1
经营活动现金流	3,573	5,184	7,604	10,854	14,094	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
资本支出	(6,751)	(4,334)	(4,728)	(17,841)	(17,872)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.52	0.63	0.99	1.13	1.49
其他	2,778	1,881	4	4	4	每股经营现金流	0.49	0.71	1.04	1.48	1.92
投资活动现金流	(3,973)	(2,453)	(4,724)	(17,836)	(17,867)	每股净资产	3.18	3.53	4.23	5.26	6.64
债权融资	(1,658)	1,602	3,299	12,464	12,464	估值比率					
股权融资	8,000	0	0	0	0	市盈率	28.4	23.3	14.8	13.0	9.9
其他	(4,755)	(2,870)	(2,401)	(1,411)	(2,053)	市净率	4.6	4.2	3.5	2.8	2.2
筹资活动现金流	1,587	(1,269)	898	11,052	10,411	EV/EBITDA	19.2	16.1	10.6	9.1	7.0
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	19.0	12.5	10.7	8.0
现金净增加额	1,188	1,462	3,778	4,070	6,637						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn