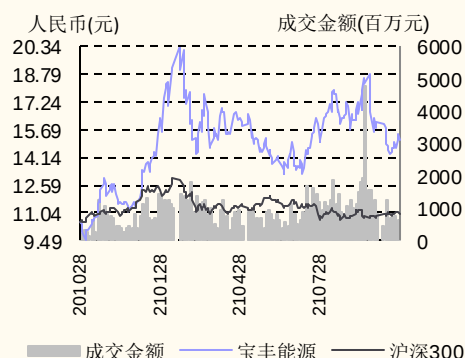


宝丰能源 (600989.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 15.11 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	73.33
已上市流通 A 股(亿股)	19.94
总市值(亿元)	1,108.07
年内股价最高最低(元)	20.34/9.49
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562

**相关报告**

- 1.《盈利增长, 夯实成本优势, 持续推进项目进程-【国金化工】宝丰能源...》, 2021.8.10
- 2.《煤化工双轮驱动, 产能扩充发展步入快车道-【国金化工】宝丰能源...》, 2021.7.27

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

煤价提升影响盈利空间, 双线布局分散风险**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568	15,928	20,351	24,133	31,723
营业收入增长率	3.95%	17.39%	27.77%	18.58%	31.45%
归母净利润(百万元)	3,802	4,623	6,897	8,459	10,567
归母净利润增长率	2.88%	21.59%	49.19%	22.64%	24.93%
摊薄每股收益(元)	0.518	0.630	0.940	1.153	1.441
每股经营性现金流净额	0.50	0.71	1.32	1.62	2.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.28%	17.85%	24.40%	26.46%	28.82%
P/E	18.34	18.56	16.07	13.10	10.49
P/B	2.99	3.31	3.92	3.47	3.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 10月27日, 公司发布三季报, 前三季度实现营收 161.96 亿元, 同比增长 43%, 归母净利润 53.18 亿元, 同比增长 69%, 三季度, 实现营收 57.29 亿元, 同比增长 52%, 归母净利润 15.85 亿元, 同比增长 50%。

分析

- **生产基本平稳, 原材料价格上行促使产品盈利承压。**公司三季度整体生产保持相对平稳, 烯烃产量环比提升 8%, 同比提升 12%, 生产处于高负荷运行中, 焦炭整体产量有所下行, 但由于价格维持较高水平, 整体营收仍有上行。公司作为典型煤化工企业, 终端两大方向产品烯烃和焦炭整体运行呈现较为明显的分化, 其中焦炭受到整体产业链价格的调整, 原材料及产品都处于上行周期, 而公司还部分配套焦炭产能, 充分受益于产品价格的上行; 但烯烃产品整体的运行就受到一定的影响, 我国虽然建设了较多的煤制烯烃、甲醇制烯烃产能, 但整体的仍然占比相对较小, 石化产业链定价仍然较为坚固, 而三季度聚乙烯、聚丙烯的公司产品销售价格基本维持稳定, 产品价格没有上行, 但原材料价格大幅提升, 公司的整体盈利能力相对承压, 因而整体毛利率较二季度有明显的下行约 9%, 因而影响公司的利润体量。
- **产能建设仍在持续推进, 焦化、气化产品分散单一产线风险。**目前公司仍在持续推进焦化、气化双线的产能建设, 在现有 400 万吨焦化产能的基础上年底扩充 300 万吨产能, 为明年提供新的增量, 同时宁东持续后续煤制烯烃的产能建设, 三期仍在持续推进为公司后年提供新增产能。整体来看, 公司采用焦化、气化双路线建设, 将分散单一气化路线的风险, 在没有特殊的原材料波动状态下, 提供相对较好的盈利水平。

投资建议

- 短期由于煤炭价格异常提升, 使得公司现阶段煤制烯烃产品大幅提升, 盈利压缩, 短期承压, 但公司在煤制烯烃产业链竞争力较强, 在产品价格回归正常区间的状态下有望维持较好盈利水平, 预测公司 2021-2023 年归母净利润 68.97 亿元、84.59 亿元、105.67 亿元, 对应 PE 分别为 16.07、13.10、10.49 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新建项目建设进度不达预期风险; 产品价格剧烈波动风险; 原材料价格大幅波动风险; 政策变动影响公司未来新建产能风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	13,052	13,568	15,928	20,351	24,133	31,723
增长率		4.0%	17.4%	27.8%	18.6%	31.5%
主营业务成本	-6,931	-7,605	-8,745	-9,921	-11,173	-15,130
%销售收入	53.1%	56.0%	54.9%	48.8%	46.3%	47.7%
毛利	6,121	5,964	7,183	10,429	12,960	16,592
%销售收入	46.9%	44.0%	45.1%	51.2%	53.7%	52.3%
营业税金及附加	-258	-160	-211	-265	-314	-412
%销售收入	2.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-401	-443	-537	-672	-796	-1,047
%销售收入	3.1%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-386	-442	-517	-661	-784	-1,031
%销售收入	3.0%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-20	-53	-100	-142	-169	-222
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	5,056	4,865	5,818	8,689	10,896	13,880
%销售收入	38.7%	35.9%	36.5%	42.7%	45.2%	43.8%
财务费用	-532	-324	-300	-583	-984	-1,551
%销售收入	4.1%	2.4%	1.9%	2.9%	4.1%	4.9%
资产减值损失	0	-78	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,504	4,632	5,536	8,136	9,944	12,364
营业利润率	34.5%	34.1%	34.8%	40.0%	41.2%	39.0%
营业外收支	-221	-246	-288	-299	-332	-356
税前利润	4,283	4,385	5,249	7,837	9,612	12,008
利润率	32.8%	32.3%	33.0%	38.5%	39.8%	37.9%
所得税	-588	-584	-626	-940	-1,153	-1,441
所得税率	13.7%	13.3%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	3,696	3,802	4,623	6,897	8,459	10,567
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,696	3,802	4,623	6,897	8,459	10,567
净利率	28.3%	28.0%	29.0%	33.9%	35.1%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,696	3,802	4,623	6,897	8,459	10,567
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	770	830	1,107	1,383	1,770	2,264
非经营收益	558	393	394	927	1,390	1,991
营运资金变动	-1,814	-1,374	-941	456	260	777
经营活动现金净流	3,210	3,651	5,182	9,663	11,879	15,599
资本开支	-1,600	-4,541	-2,574	-8,729	-8,642	-20,867
投资	0	0	121	0	0	0
其他	-108	568	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,708	-3,973	-2,453	-8,729	-8,642	-20,867
股权募资	0	8,000	0	0	0	0
债权募资	675	-3,689	1,336	4,554	3,068	13,295
其他	-2,823	-2,723	-2,605	-5,178	-5,825	-7,502
筹资活动现金净流	-2,148	1,588	-1,269	-624	-2,757	5,794
现金净流量	-647	1,266	1,461	310	480	526

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,434	1,862	3,087	3,374	3,805	4,273
应收款项	187	185	582	701	831	1,093
存货	507	755	803	870	980	1,326
其他流动资产	147	373	391	398	457	546
流动资产	2,276	3,175	4,864	5,344	6,073	7,238
%总资产	8.5%	9.5%	12.8%	11.4%	11.2%	9.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	20,934	24,947	27,711	34,395	40,730	58,585
%总资产	78.0%	74.9%	72.7%	73.5%	75.1%	79.2%
无形资产	2,382	4,360	4,931	5,899	6,165	6,628
非流动资产	24,553	30,120	33,241	41,424	48,165	66,712
%总资产	91.5%	90.5%	87.2%	88.6%	88.8%	90.2%
资产总计	26,829	33,295	38,105	46,768	54,238	73,950
短期借款	3,280	2,054	1,808	2,267	3,334	3,727
应付款项	3,092	2,766	2,754	3,259	3,687	4,806
其他流动负债	1,109	710	1,074	1,207	1,323	1,648
流动负债	7,480	5,531	5,635	6,734	8,345	10,181
长期贷款	2,390	2,643	4,678	10,547	12,548	25,450
其他长期负债	3,276	1,769	1,892	1,218	1,384	1,657
负债	13,147	9,943	12,205	18,499	22,277	37,288
普通股股东权益	13,683	23,352	25,900	28,270	31,962	36,662
其中：股本	6,600	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333
未分配利润	6,247	7,677	9,797	12,294	15,985	20,686
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	26,829	33,295	38,105	46,768	54,238	73,950

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.560	0.518	0.630	0.940	1.153	1.441
每股净资产	2.073	3.184	3.532	3.855	4.358	4.999
每股经营现金净流	0.486	0.498	0.707	1.318	1.620	2.127
每股股利	0.000	0.560	0.590	0.600	0.650	0.800
回报率						
净资产收益率	27.01%	16.28%	17.85%	24.40%	26.46%	28.82%
总资产收益率	13.77%	11.42%	12.13%	14.75%	15.60%	14.29%
投入资本收益率	19.45%	15.01%	15.80%	18.61%	20.04%	18.55%
增长率						
主营业务收入增长率	6.11%	3.95%	17.39%	27.77%	18.58%	31.45%
EBIT增长率	16.42%	-3.78%	19.59%	49.35%	25.40%	27.39%
净利润增长率	26.41%	2.88%	21.59%	49.19%	22.64%	24.93%
总资产增长率	7.19%	24.10%	14.45%	22.74%	15.97%	36.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	25.3	30.3	32.5	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	42.5	25.3	19.7	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	421.3	481.6	577.0	508.7	555.0	512.6
偿债能力						
净负债/股东权益	53.43%	12.33%	13.12%	33.39%	37.79%	67.93%
EBIT利息保障倍数	9.5	15.0	19.4	14.9	11.1	8.9
资产负债率	49.00%	29.86%	32.03%	39.55%	41.07%	50.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	10	32	64
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-27	买入	15.95	20.01 ~ 20.01
2	2021-08-10	买入	17.16	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402