

## 公司研究

## 聚烯烃量价齐升，“绿氢”项目助力碳中和

## ——宝丰能源（600989.SH）21年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年三季度报，21年前三季度公司实现营业收入162亿元，同比+43.3%，归母净利润53.2亿元，同比+68.7%；其中Q3单季度实现营业收入57.3亿元，同比+51.6%、环比+4.4%，归母净利润15.9亿元，同比+49.6%、环比-21.0%。

## 点评：

**主营产品量价齐升，业绩稳步增长：**21年Q3，公司主营产品聚乙烯、聚丙烯、焦炭平均单价同比+11.6%、+8.6%、+95.2%，环比-0.0%、-1.0%、+34.1%，销量同比+9.6%、+14.2%、-3.5%，环比-3.4%、+21.8%、-16.3%，分别实现营收12.44亿元、12.64亿元、23.60亿元，同比+22.3%、+24.0%、+88.5%。21年Q3由于能耗双控政策趋严限制产能，原材料价格持续上涨，公司盈利能力承压。受益于聚烯烃及焦炭价格上涨和聚烯烃产品销量提升，公司21年Q3收入同比大幅增长，而原材料价格上涨导致Q3归母净利润环比下滑。

**煤化工成本优势显著，公司综合竞争力较强：**尽管前三季度公司采购的原材料市场价格上涨明显，但公司通过多渠道降低成本，顶住前三季度高煤价的压力。在采购端公司扩大煤炭采购范围，缓解供应紧张局面。同时募投项目220万吨/年甲醇项目已于2020年6月投产，今年自制甲醇数量增加，聚烯烃产品原料自给自足。在生产端公司不断优化生产工艺，降低产品单耗。此外公司一体化生产优势明显，上下游生产单元紧密衔接，叠加精细化运营管理，大幅降低了运营成本和财务成本，在原材料涨价背景下有效控制生产成本，保障公司利润稳定增长。

**持续推进重点项目建设，“绿氢”项目助力碳中和：**公司加快建设国家级太阳能电解制氢储能及应用示范项目，该项目可年产2.4亿标方“绿氢”和1.2亿标方“绿氧”，代替原料煤、燃料煤制氢和制氧，积极落实碳减排措施，助力国家实现双碳目标。同时公司也大力推进宁东三期烯烃项目、内蒙400万吨/年煤制烯烃项目和300万吨/年焦化多联产项目等生产项目的建设和开工进度，确保项目实现梯次投产，提升公司市场占有率和行业影响力。

**盈利预测、估值与评级：**公司成本管控优异，在原材料价格上涨背景下，有效降本，前三季度利润同比大幅增长，因此我们上调公司盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为70.06（上调11%）/84.00（上调15%）/126.71（上调15%）亿元，折合EPS分别为0.96/1.15/1.73元，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	21,169	26,238	38,546
营业收入增长率	3.95%	17.39%	32.90%	23.95%	46.91%
净利润（百万元）	3,802	4,623	7,006	8,400	12,671
净利润增长率	2.88%	21.59%	51.55%	19.91%	50.84%
EPS（元）	0.52	0.63	0.96	1.15	1.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.28%	17.85%	22.71%	21.40%	24.40%
P/E	29	24	16	13	9
P/B	4.7	4.3	3.6	2.8	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-27

## 增持（维持）

当前价：15.11元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

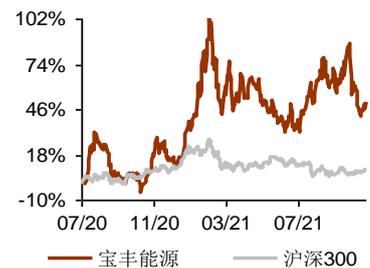
010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	73.33
总市值(亿元)	1108.07
一年最低/最高(元)	9.42/21.03
近3月换手率	51.48%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.51	-2.89	40.08
绝对	-3.08	0.20	47.02

资料来源：Wind

## 相关研报

21Q1各主营业务板块业绩上行，长远布局氢能——宝丰能源（600989.SH）2021年一季报点评（2021-04-23）

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（2021-03-15）

## 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	21,169	26,238	38,546
营业成本	7,605	8,745	10,863	13,983	20,532
折旧和摊销	818	1,098	1,714	1,830	1,930
税金及附加	160	211	280	347	510
销售费用	443	537	714	885	1,300
管理费用	442	517	688	852	1,252
研发费用	53	100	133	165	242
财务费用	324	300	105	-1	-247
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	4,632	5,536	8,435	10,056	15,022
利润总额	4,385	5,249	8,147	9,769	14,735
所得税	584	626	1,141	1,368	2,063
净利润	3,802	4,623	7,007	8,401	12,672
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	3,802	4,623	7,006	8,400	12,671
EPS(元)	0.52	0.63	0.96	1.15	1.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,573	5,184	7,438	10,587	14,212
净利润	3,802	4,623	7,006	8,400	12,671
折旧摊销	818	1,098	1,714	1,830	1,930
净营运资金增加	1,295	570	2,389	622	2,525
其他	-2,342	-1,107	-3,671	-265	-2,914
投资活动产生现金流	-3,973	-2,453	-3,017	-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	-17	-21	4
融资活动现金流	1,587	-1,269	-2,206	-1,106	570
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	-756	1,079	1,490
净现金流	1,188	1,462	2,215	6,961	12,786

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	44.0%	45.1%	48.7%	46.7%	46.7%
EBITDA 率	42.1%	43.7%	48.4%	45.3%	43.4%
EBIT 率	36.0%	36.7%	40.3%	38.3%	38.4%
税前净利润率	32.3%	33.0%	38.5%	37.2%	38.2%
归母净利润率	28.0%	29.0%	33.1%	32.0%	32.9%
ROA	11.4%	12.1%	16.6%	16.6%	19.5%
ROE (摊薄)	16.3%	17.8%	22.7%	21.4%	24.4%
经营性 ROIC	14.7%	15.9%	20.3%	23.2%	32.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	32%	27%	22%	20%
流动比率	0.57	0.86	1.73	3.77	5.46
速动比率	0.44	0.72	1.50	3.46	5.11
归母权益/有息债务	4.93	3.99	4.83	7.51	9.57
有形资产/有息债务	6.10	5.11	5.86	8.79	11.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,295	38,105	42,202	50,526	64,887
货币资金	1,862	3,087	5,302	12,263	25,049
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	20	27	33	48
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	45	174	231	286	421
存货	755	803	998	1,285	1,886
其他流动资产	332	594	856	1,109	1,725
流动资产合计	3,175	4,864	7,644	15,273	29,564
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	26,474	27,315	27,665
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	596	596	596
非流动资产合计	30,120	33,241	34,558	35,253	35,323
总负债	9,943	12,205	11,349	11,271	12,961
短期借款	180	400	0	0	0
应付账款	505	437	543	699	1,027
应付票据	548	331	411	529	776
预收账款	318	0	0	0	0
其他流动负债	-48	-71	86	238	608
流动负债合计	5,531	5,635	4,427	4,048	5,415
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	210	261	384
非流动负债合计	4,412	6,570	6,922	7,223	7,546
股东权益	23,352	25,900	30,854	39,255	51,927
股本	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333
公积金	8,193	8,643	9,343	10,183	10,934
未分配利润	7,677	9,797	14,048	21,609	33,528
归属母公司权益	23,352	25,900	30,853	39,253	51,924
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%	0.50%	0.00%	-0.64%
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	1.01	1.44	1.94
每股净资产	3.18	3.53	4.21	5.35	7.08
每股销售收入	1.85	2.17	2.89	3.58	5.26

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	24	16	13	9
PB	4.7	4.3	3.6	2.8	2.1
EV/EBITDA	20.4	16.9	11.3	9.2	5.9
股息率	1.9%	1.9%	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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE