

宝丰能源 (600989.SH) 高煤价 Q3 业绩收缩, 煤价下行&项目投产迎拐点

2021年10月29日

——三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

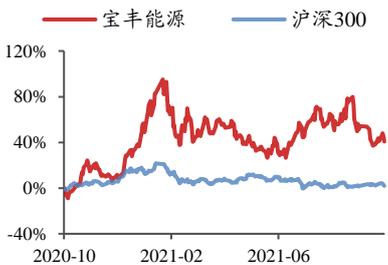
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/10/29
当前股价(元)	14.60
一年最高最低(元)	21.42/9.60
总市值(亿元)	1,070.67
流通市值(亿元)	291.16
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	19.94
近3个月换手率(%)	186.89

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司中报点评报告-业绩同比大增, 碳中和背景下优势凸显》-2021.8.10

《公司一季报点评报告-景气上行对冲产销下滑, 光伏电解水制氢实现低碳经济》-2021.4.19

《年报点评报告-二期烯烃投产贡献业绩增长, 股权回购和激励肯定自身价值》-2021.3.11

● 高煤价 Q3 业绩收缩, 煤价下行&项目投产迎拐点。维持“买入”评级

公司发布三季报, 2021 年前三季度营收 162.0 亿元, 同比+43.3%; 实现归母净利润 53.2 亿元, 同比+68.7%; Q3 实现营收 57.3 亿元, 环比+4.37%; 实现归母净利润 15.8 亿元, 环比-21.3%。根据新项目推进情况、产品及原材料价格变动情况, 我们调整盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别 71.7/85.2/110.2 (前值为 70.7/87.0/139.1) 亿元, 同比增长 55.1%/18.8%/29.3%, EPS 分别为 0.98/1.16/1.50 (前值 0.89/1.10/2.21) 元; 对应当前股价 PE 分别为 14.9/12.6/9.7 倍, 公司受益煤价恢复理性和新项目陆续投产, 维持“买入”评级。

● 甲醇完全自给降低成本, 产品及原材料涨价致业绩先扬后抑

降成本及产品涨价致同比业绩大增: 前三季度, 聚乙烯和聚丙烯价格分别同比上涨 19.3%和 11.2%, 气化原煤价格上涨 72.85%, 但 IPO 项目 220 万吨/年甲醇项目于 2020 年 6 月投产, 致使 MTO 环节实现甲醇自给率 100%, 大幅降低成本; 焦炭和炼焦精煤价格分别同比上涨 71.6%和 73.6%, 价差同比上涨 66% (从 289 元/吨上涨至 480 元/吨); 此外, 焦炭、聚乙烯、聚丙烯销量分别同比上涨 1.8%、7%、-10%, 其中聚丙烯因装置检修转为销售单体丙烯, 所以销量下降对利润影响不大。成本上涨较快致环比业绩大降: Q3 单季, 焦炭和炼焦精煤价格分别环比上涨 34%和 51%, 价差环比下降 2.8% (从 521 元/吨下降至 506 元/吨); 聚乙烯和聚丙烯价格分别环比基本持平, 但气化原煤价格环比上涨 28%, 价差环比均下降 18.6% (绝对值下降约 800 元/吨); 此外, 焦炭销量环比下降 16.3%, 主要是 Q2 多销售了库存, 聚乙烯销量环比下降 3%, 聚丙烯销量环比上涨 22%。

● 新项目有序推进有望贡献业绩增长, 绿氢项目契合碳中和政策

宁东三期烯烃: 50 万吨煤制烯烃及 50 万吨 C2-C5 综合利用项目预计于 2022 年底投产, 配备的 25 万吨的 EVA 项目预计 2023 年上半年投产。宁东四期: 50 万吨煤制烯烃项目正仍处于环评前公示阶段。内蒙烯烃项目: 400 万吨煤制烯烃项目, 其中 260 万吨拿到产能指标正在等待国家“1+N”双碳政策具体环评指标, 预计 2022 年上半年环评通过开工建设, 140 万吨已获得鄂尔多斯市政府批准。宁东焦炭项目: 300 万吨焦炭项目预计 2021 年底建成投产。绿氢项目: 年产 2.4 亿标方“绿氢”, 计划 2021 年底前全部建成投产, 年可减少煤炭资源消耗约 38 万吨、减少二氧化碳排放约 66 万吨、减少碳排放总量的 5%。

● 风险提示: 产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568	15,928	22,438	33,861	47,194
YOY(%)	4.0	17.4	40.9	50.9	39.4
归母净利润(百万元)	3,802	4,623	7,169	8,517	11,016
YOY(%)	2.9	21.6	55.1	18.8	29.3
毛利率(%)	44.0	45.1	49.0	41.7	40.1
净利率(%)	28.0	29.0	32.0	25.2	23.3
ROE(%)	16.3	17.8	23.1	22.4	23.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.63	0.98	1.16	1.50
P/E(倍)	28.2	23.2	14.9	12.6	9.7
P/B(倍)	4.6	4.1	3.5	2.8	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3175	4864	2382	3807	4494
现金	1862	3087	78	118	164
应收票据及应收账款	15	20	30	45	60
其他应收款	45	174	134	331	318
预付账款	166	185	310	438	604
存货	755	803	1236	2282	2755
其他流动资产	332	594	594	594	594
非流动资产	30120	33241	44515	63075	84660
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17904	25179	34508	49915	68068
无形资产	3221	3801	4273	4842	5491
其他非流动资产	8995	4261	5734	8318	11100
资产总计	33295	38105	46896	66882	89154
流动负债	5531	5635	8527	20280	32112
短期借款	180	400	1201	8913	17758
应付票据及应付账款	1053	768	1615	2496	3391
其他流动负债	4298	4467	5711	8870	10963
非流动负债	4412	6570	7353	8517	9330
长期借款	2686	4678	5461	6626	7439
其他非流动负债	1725	1892	1892	1892	1892
负债合计	9943	12205	15880	28797	41442
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7268	7268	7268	7268
留存收益	8602	11172	15646	21267	27601
归属母公司股东权益	23352	25900	31016	38085	47712
负债和股东权益	33295	38105	46896	66882	89154

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3573	5184	10467	13350	17041
净利润	3802	4623	7169	8517	11016
折旧摊销	830	1107	1299	1868	2638
财务费用	324	300	393	943	1744
投资损失	0	-4	0	0	0
营运资金变动	-1713	-1358	1606	2022	1644
其他经营现金流	330	516	0	0	0
投资活动现金流	-3973	-2453	-12573	-20428	-24223
资本支出	4541	2574	11273	18560	21585
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	568	121	-1299	-1868	-2638
筹资活动现金流	1587	-1269	-1705	-595	-1617
短期借款	-906	220	0	0	0
长期借款	-2779	1992	783	1164	813
普通股增加	733	0	0	0	0
资本公积增加	7267	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2728	-3480	-2488	-1759	-2430
现金净增加额	1188	1462	-3810	-7672	-8798

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13568	15928	22438	33861	47194
营业成本	7605	8745	11445	19745	28272
营业税金及附加	160	211	347	510	655
营业费用	443	537	785	1253	1841
管理费用	442	517	785	1253	1841
研发费用	53	100	157	237	330
财务费用	324	300	393	943	1744
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	0	0	0
资产处置收益	-8	-17	0	0	0
营业利润	4632	5536	8525	9920	12511
营业外收入	55	25	26	30	34
营业外支出	302	313	411	381	306
利润总额	4385	5249	8140	9570	12240
所得税	584	626	971	1053	1224
净利润	3802	4623	7169	8517	11016
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3802	4623	7169	8517	11016
EBITDA	5348	6596	9608	11940	15913
EPS(元)	0.52	0.63	0.98	1.16	1.50

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.0	17.4	40.9	50.9	39.4
营业利润(%)	2.8	19.5	54.0	16.4	26.1
归属于母公司净利润(%)	2.9	21.6	55.1	18.8	29.3
获利能力					
毛利率(%)	44.0	45.1	49.0	41.7	40.1
净利率(%)	28.0	29.0	32.0	25.2	23.3
ROE(%)	16.3	17.8	23.1	22.4	23.1
ROIC(%)	13.2	14.2	17.9	15.6	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	32.0	33.9	43.1	46.5
净负债比率(%)	19.5	20.0	31.4	50.4	61.8
流动比率	0.6	0.9	0.3	0.2	0.1
速动比率	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	149.0	899.7	899.7	899.7	899.7
应付账款周转率	5.8	9.6	9.6	9.6	9.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.63	0.98	1.16	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.71	1.43	1.82	2.32
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.53	4.23	5.19	6.51
估值比率					
P/E	28.2	23.2	14.9	12.6	9.7
P/B	4.6	4.1	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	20.9	17.0	12.2	10.5	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn