证券研究报告

公司研究——事项点评

宝丰能源（600989.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.8.12

张燕生　　化工行业首席分析师
执业编号：S1500517050001
联系电话：+86 10 83326847
邮　箱：zhangyansheng@cindasc.com

洪英东　　分析师
执业编号：S1500520080002
联系电话：+86 10 83326848
邮箱：hongyingdong@cindas.com

相关研究

《量增效提促业绩超预期增长，重点项目持续推进未来可期》2020.8

《无惧低油价逆势增长，甲醇煤炭投产成本优势再提升》2020.8

《西部一体化煤化工龙头，油价下行背景下竞争优势凸显！》2020.7

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

油价新常态下盈利能力稳健，产销两旺新项目促高速发展！

2020 年 10 月 26 日

事件：2020 年 10 月 25 日，公司公告 2020 年 3 季度报告，2020 年前三季度，公司实现营业收入 112.99 亿元，同比增长 15.93%，实现归母净利润 31.5 亿元，同比增长 11.27%,实现扣非归母净利润 33.2 亿元，同比增长 19.74%。

点评：

- **产销两旺，经营现金流大幅增长 57%！**2020 年 5 月 29 日，公司募投项目焦炭气化制 220 万吨/年甲醇项目一次联合试车成功，产出合格甲醇，公司甲醇实现自给自足。2020 年 7 月 23 日，公司红四煤业取得采矿许可证，公司自有煤矿产能由 510 万吨/年增加至 750 万吨/年，公司煤炭-甲醇-烯烃一体化优势将进一步凸显。从国际油价来看，2020Q3，国际原油价格（Brent）均价 43 美元/桶，较 Q2 环比上涨 29.8%，但较 2019 年仍同比大幅下降 30%，国际油价目前已经进入 40 美元/桶附近的低油价新常态区间，公司在低油价下的盈利能力仍然十分突出！从公司主要产品来看，2020Q3，公司聚乙烯平均售价 6486 元/吨，环比增长 13.6%，聚丙烯售价 6990 元/吨，环比增长 0.27%，但 2020 年前三季度，公司整体聚乙烯和聚丙烯价格仍然同比下降 14.95%和 12.39%。但公司突出的成本优势和稳步提升的产能，仍保障了公司的可持续增长！产销量方面，公司产量保持高速增长，2020 前三季度，公司聚乙烯产量 50.41 万吨，同比增长 84%，公司聚丙烯产量 48.42 万吨，同比增长 89.57%。公司聚乙烯销量 49.92 万吨，同比增长 81.97%，聚丙烯销量 48.37 万吨，同比增长 93.2%，公司产品产销两旺！另一方面，随着公司自给率的提升成本下降以及产品价格回升，2020Q3，公司毛利率进一步提升至 42.65%，环比提升 2.5 个百分点，在低油价新常态下，公司净利率持续保持在 27%以上。持续提升的产量和不断优化的成本结构，使得公司 2020 年前三季度实现经营活动现金流净额 37.08 亿元，同比大增 57.76%
- **国内最大煤制烯烃一体化企业，新建产能促进一步发展。**截止 2020 年 3 季度末，公司具备了 120 万吨/年聚烯烃、400 万吨/年甲醇、78 万吨/年精细化工品的生产能力，公司已经成为国内单体规模最大的煤制烯烃一体化生产企业。公司重点项目仍在持续推进中，其中 50 万吨/年煤制烯烃项目 2020 年 8 月开工建设，2022 年底建成投产，50 万吨产能中包括 25 万吨/年 EVA 高端产能；300 万吨/年煤焦化多联产项目已于 2020 年 5 月开工建设，计划 2021 年底建成投产；同时 400 万吨/年煤制烯烃项目已于 2020 年 6 月经鄂尔多斯市人民政府批准，公司异地产能布局进度正在加速推进。随着公司新项目的投产，公司将保持持续高速增长！
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 156.6、167.9、193 亿元，同比增长 15.4%、7.26%、14.95%，归属母公司股东的净利润分别为 42.8、53.7、61.6 亿元，同比增长 12.6%、25.3%、14.8%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.58 元，0.73 元和 0.84 元。对应 2020 年的 PE 为 18 倍，给予“买入”评级。

➢ **风险因素：** 1、在建产能投产进度不及预期的风险；2、国际油价大幅下行的风险；3、焦炭价格大幅下行的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	13,052.29	13,568.20	15,657.36	16,793.81	19,305.26
增长率 YoY %	6.11%	3.95%	15.40%	7.26%	14.95%
归属母公司净利润(百万元)	3,695.52	3,801.87	4,281.87	5,366.87	6,161.39
增长率 YoY%	26.41%	2.88%	12.63%	25.34%	14.80%
毛利率%	46.90%	43.95%	44.05%	48.29%	47.65%
净资产收益率 ROE%	29.39%	20.53%	17.50%	18.99%	18.11%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.52	0.58	0.73	0.84
市盈率 P/E(倍)	21	21	18	15	13
市净率 P/B(倍)	5.75	3.37	3.08	2.54	2.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 23 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,275.73	3,174.97	4,375.99	8,186.20	12,544.20
货币资金	1,434.38	1,861.88	3,044.95	6,862.51	11,044.19
应收票据	151.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	14.66	140.32	17.84	19.13	21.99
预付账款	56.99	166.12	191.36	189.68	220.78
存货	507.35	754.74	869.45	861.80	1,003.11
其他	110.40	251.91	252.39	253.07	254.12
非流动资产	24,553.42	30,119.78	31,398.21	32,993.65	35,103.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	15,066.33	17,903.78	21,959.62	26,168.20	27,167.67
无形资产	1,246.93	3,220.83	3,879.91	4,704.66	5,813.89
其他	8,240.15	8,995.17	5,558.67	2,120.79	2,121.88
资产总计	26,829.15	33,294.74	35,774.20	41,179.84	47,647.66
流动负债	7,480.33	5,530.73	5,781.66	5,820.43	6,126.85
短期借款	1,086.00	180.00	180.00	180.00	180.00
应付票据	1,027.70	548.01	631.31	625.75	728.36
应付账款	549.63	505.02	581.77	576.65	671.21
其他	4,817.00	4,297.69	4,388.58	4,438.02	4,547.28
非流动负债	5,666.25	4,411.82	4,411.82	4,411.82	4,411.82
长期借款	2,390.40	2,643.00	2,643.00	2,643.00	2,643.00
其他	3,275.85	1,768.82	1,768.82	1,768.82	1,768.82
负债合计	13,146.57	9,942.54	10,193.48	10,232.25	10,538.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	13,682.58	23,352.20	25,580.72	30,947.59	37,108.99
负债和股东权益	26,829.15	33,294.74	35,774.20	41,179.84	47,647.66

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052.29	13,568.20	15,657.36	16,793.81	19,305.26
同比（%）	6.11%	3.95%	15.40%	7.26%	14.95%
归属母公司净利润	3,695.52	3,801.87	4,281.87	5,366.87	6,161.39
同比（%）	26.41%	2.88%	12.63%	25.34%	14.80%
毛利率（%）	46.90%	43.95%	44.05%	48.29%	47.65%
ROE%	29.39%	20.53%	17.50%	18.99%	18.11%
EPS (摊薄)(元)	0.50	0.52	0.58	0.73	0.84
P/E	21	21	18	15	13
P/B	5.75	3.37	3.08	2.54	2.12
EV/EBITDA	14.23	14.94	13.23	10.78	9.44

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052.29	13,568.20	15,657.36	16,793.81	19,305.26
营业成本	6,931.14	7,604.61	8,760.42	8,683.35	10,107.19
营业税金及附加	258.35	159.96	253.96	272.40	313.13
销售费用	401.26	443.34	528.18	566.51	651.23
管理费用	386.00	442.01	447.96	480.48	552.33
研发费用	19.57	53.42	61.65	66.12	76.01
财务费用	531.79	324.03	391.38	319.58	275.60
减值损失合计	0.27	-78.20	-3.32	-26.57	-33.78
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-19.80	12.85	-3.48	-2.27	-2.87
营业利润	4,504.11	4,631.88	5,213.64	6,429.67	7,360.66
营业外收支	-220.80	-246.44	-285.55	-252.82	-269.38
利润总额	4,283.31	4,385.43	4,928.10	6,176.85	7,091.28
所得税	587.79	583.56	646.23	809.98	929.89
净利润	3,695.52	3,801.87	4,281.87	5,366.87	6,161.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3,695.52	3,801.87	4,281.87	5,366.87	6,161.39
EBITDA	5,590.14	5,582.74	6,305.40	7,736.29	8,833.35
EPS (当年)(元)	0.56	0.52	0.58	0.73	0.84

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,265.19	3,572.59	5,889.18	6,971.38	8,031.94
净利润	3,695.52	3,801.87	4,281.87	5,366.87	6,161.39
折旧摊销	769.61	829.83	1,027.61	1,241.20	1,408.09
财务费用	537.22	367.47	349.70	318.24	333.97
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1,813.74	-1,713.12	210.30	38.06	117.84
其它	76.58	286.53	19.71	7.00	10.65
投资活动现金流	-1,708.12	-3,972.70	-2,303.07	-2,835.58	-3,516.29
资本支出	-1,599.63	-4,540.54	-2,303.07	-2,835.58	-3,516.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-108.50	567.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2,148.14	1,586.95	-2,403.04	-318.24	-333.97
吸收投资	0.00	8,000.00	0.00	0.00	0.00
借款	-223.04	-3,689.33	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,921.75	2,473.80	2,403.04	318.24	333.97
现金流净增加额	-591.38	1,187.95	1,183.08	3,817.55	4,181.68

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。 2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。