宝丰能源（600989.SH）

2020 年 08 月 10 日

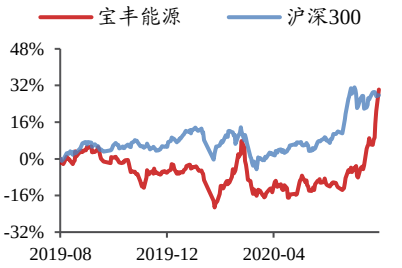
半年报业绩对冲疫情影响，成本优势&产能规模继续强化

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/10
当前股价(元)	12.63
一年最高最低(元)	12.79/7.36
总市值(亿元)	926.20
流通市值(亿元)	92.62
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	7.33
近 3 个月换手率(%)	201.84

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-中报点评：半年报业绩同比大涨，成本优势强化&产能快速扩张》-2020.7.29

《公司信息更新报告-红四煤矿获采矿许可证，煤炭自给率提高巩固低成本优势》-2020.7.24

《公司信息更新报告-延伸煤化工循环产业链，布局内蒙基地成本或更具优势》-2020.7.2

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：公司实现营收 75.2 亿元，同比增长 15.4%，归母净利润 20.92 亿元，同比增长 10.8%。

● 半年报业绩对冲疫情影响，成本优势&产能规模继续强化，维持“买入”评级

公司半年报业绩同比上涨 10.8%，疫情极端环境不改产品需求，原料煤价格抵消产品价格下跌，产能规模持续强化。我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 45.0/55.6/67.3 亿元，同比增长 18.4%/23.6%/21.0%，EPS 为 0.61/0.76/0.92 元；对应当前股价 PE 为 20.6x/16.7x/13.8x，维持“买入”评级。

● 半年报业绩对冲疫情影响，消费增长&进口替代前景广阔

疫情极端环境不改产品需求：公司公布 2020H1 经营数据，上半年聚乙烯销量 34.2 万吨（同比+90%），产销率为 98.4%；聚丙烯销量 33.8 万吨（同比+104%），产销率为 100.1%；焦炭销量为 219 万吨（同比-3%），产销率为 98.1%，主要产品基本实现满产满销。在疫情极端环境测试下，聚烯烃产能利用率达 114%、焦炭产量利用率达 112%，体现公司良好的抗风险能力与产品需求的稳定性。**烯烃需求前景广阔：**2015-2019 年，我国聚乙烯表观消费量年均增长 9.4%，产量年均增长 5.6%，进口量年均增长 14%，进口依赖度+7.5pct；烯烃消费的增速明显高于产量的增速，进口依赖度近五年逐年攀升，行业发展空间依然较大。

● 原料煤降价抵消产品价格下跌，成本优势&产能规模继续强化

原料煤降价：一季度焦炭用煤自给率仅为 55%，烯烃用煤基本来自于外购。2020H1 公司精煤采购价为 606 元/吨，同比降 12%，原煤采购价 311 元/吨，同比降 5.26%。从销售价格来看，2020H1 的聚乙烯 5810 元/吨，同比降 21%；聚丙烯 6775 元/吨，同比降 14%，焦炭 1056 元/吨，同比降 12.6%。从“煤-焦”转化比例 1.33 以及“煤-烯烃”转化 4.5~5 计算，原料煤降价抵消了产品价格下跌带来的负面影响。**成本优势&产能规模继续强化：**2020 年 6 月甲醇自给率已达 100%，7 月红四煤矿投产，焦化用煤自给率大幅提升。根据公司产能规划，焦炭产能 2021 年底将从 400 万吨提升至 700 万吨，烯烃产能 2022 年底从 120 万吨提升至 220 万吨，2024 年内蒙基地投产有望提升至 620 万吨。以烯烃价格含税 7000 元计算，宁夏 220 万吨贡献 45 亿净利，内蒙 400 万吨贡献 112 亿净利，焦炭 700 万吨贡献 30 亿净利，精细化工与光伏贡献 6 亿，2024 年预计净利润为 193 亿元。

● 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,052	13,568	16,075	17,654	22,485
YOY(%)	6.1	4.0	18.5	9.8	27.4
归母净利润(百万元)	3,696	3,802	4,501	5,561	6,730
YOY(%)	26.4	2.9	18.4	23.6	21.0
毛利率(%)	46.9	44.0	42.7	47.4	45.2
净利率(%)	28.3	28.0	28.0	31.5	29.9
ROE(%)	27.0	16.3	17.4	18.6	19.1
EPS(摊薄/元)	0.50	0.52	0.61	0.76	0.92
P/E(倍)	25.1	24.4	20.6	16.7	13.8
P/B(倍)	6.8	4.0	3.6	3.1	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2276	3175	1864	1379	3877
现金	1434	1862	426	0	1767
应收票据及应收账款	167	15	200	37	265
其他应收款	21	45	33	53	56
预付账款	57	166	98	192	178
存货	507	755	774	766	1280
其他流动资产	90	332	332	332	332
非流动资产	24553	30120	34853	37400	45444
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15066	17904	22748	25573	32564
无形资产	1247	3221	3599	4046	4585
其他非流动资产	8240	8995	8507	7781	8295
资产总计	26829	33295	36717	38780	49321
流动负债	7480	5531	6263	4566	9323
短期借款	1086	180	180	193	180
应付票据及应付账款	1577	1053	2134	1077	3187
其他流动负债	4817	4298	3949	3296	5957
非流动负债	5666	4412	4654	4337	4698
长期借款	5466	2686	2929	2611	2972
其他非流动负债	201	1725	1725	1725	1725
负债合计	13147	9943	10917	8903	14021
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	6600	7333	7333	7333	7333
资本公积	1	7268	7268	7268	7268
留存收益	6854	8602	10614	13934	18147
归属母公司股东权益	13683	23352	25800	29877	35300
负债和股东权益	26829	33295	36717	38780	49321

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3265	3573	7246	5107	12069
净利润	3696	3802	4501	5561	6730
折旧摊销	770	830	841	1026	1261
财务费用	532	324	154	275	338
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1814	-1713	1750	-1756	3740
其他经营现金流	82	330	0	0	0
投资活动现金流	-1708	-3973	-5575	-3573	-9305
资本支出	1600	4541	4734	2547	8044
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-108	568	-841	-1026	-1261
筹资活动现金流	-2148	1587	-3107	-1974	-984
短期借款	196	-906	0	0	0
长期借款	878	-2779	242	-317	361
普通股增加	0	733	0	0	0
资本公积增加	0	7267	0	0	0
其他筹资现金流	-3222	-2728	-3349	-1656	-1345
现金净增加额	-591	1188	-1436	-440	1780

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13052	13568	16075	17654	22485
营业成本	6931	7605	9213	9282	12326
营业税金及附加	258	160	251	284	356
营业费用	401	443	561	601	744
管理费用	386	442	465	507	673
研发费用	20	53	24	34	50
财务费用	532	324	154	275	338
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	16	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-36	-8	0	0	0
营业利润	4504	4632	5407	6673	7998
营业外收入	14	55	28	27	31
营业外支出	235	302	299	313	287
利润总额	4283	4385	5136	6387	7743
所得税	588	584	635	826	1013
净利润	3696	3802	4501	5561	6730
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3696	3802	4501	5561	6730
EBITDA	5436	5348	6047	7510	9080
EPS(元)	0.50	0.52	0.61	0.76	0.92

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	4.0	18.5	9.8	27.4
营业利润(%)	20.4	2.8	16.7	23.4	19.9
归属于母公司净利润(%)	26.4	2.9	18.4	23.6	21.0
获利能力					
毛利率(%)	46.9	44.0	42.7	47.4	45.2
净利率(%)	28.3	28.0	28.0	31.5	29.9
ROE(%)	27.0	16.3	17.4	18.6	19.1
ROIC(%)	17.8	13.2	14.6	16.0	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	29.9	29.7	23.0	28.4
净负债比率(%)	54.6	19.5	19.7	17.8	11.9
流动比率	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	40.6	149.0	149.0	149.0	149.0
应付账款周转率	3.9	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.52	0.61	0.76	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.49	0.99	0.70	1.65
每股净资产(最新摊薄)	1.87	3.18	3.52	4.07	4.81
估值比率					
P/E	25.1	24.4	20.6	16.7	13.8
P/B	6.8	4.0	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	18.4	18.2	16.2	13.0	10.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835