

宝丰能源 (600989) 2020 年中报点评

## Q2 净利率大幅回升，公司业绩再超预期

### 事项:

- ❖ 公司 2020H1 实现营收 75 亿元，同比增长 15%，其中烯烃产品实现营业收入 44 亿元，同比增幅 53% 以上。公司实现毛利 30 亿元，同比增长 7%，净利 21 亿元，同比增长 11%。公司 Q2 的毛利率、净利率分别由上季度的 36% 和 23% 显著提升至 44% 至 33%。

### 评论:

- ❖ 聚丙烯涨价有力提升了毛利率，费用端优化带来了净利率的增长。聚丙烯价格大幅提升至约 7000 元，相比 Q1 每吨涨近 450 元，导致公司烯烃的毛利大幅提升。公司二期烯烃项目投产，运输装卸费用增加导致销售费用增长近 0.9 亿元，社保优惠政策与职工薪酬减少使得管理费减少 0.4 亿元，而得益于公司上市后债务融资成本的降低，财务费用减少了 1.2 亿元。这一增两降使得总费用下降 0.7 亿元，使得 Q2 三费+研发费率环比 Q1 下降 2 个百分点，费用端的优化大幅提升了公司的净利率。
- ❖ 内蒙古基地 400 万吨/年煤制烯烃项目建成后保守可实现 68 亿净利润。公司一期 260 万吨/年煤制烯烃示范项目已收到内蒙古发改委的批复，按照 2020H1 公司的烯烃售价 6300 元/吨计算，一期满产可以带来 163 亿的营收，如果考虑远期 400 万吨/年的煤制烯烃产能全部建成，则每年可带来 251 亿元营收。考虑原料煤成本 150 元/吨，乘以 1.6 的单耗，加上 500 元的其它吨费用，折算甲醇完全成本 740 元/吨，按照甲醇制烯烃单耗 3 计算，再加上 1860 的吨烯烃其它成本（主要是薪资和折旧等），得到的烯烃吨成本为 4600 元，吨烯烃净利 1700 元/吨，如果计算 400 万吨的产能，则投产后保守可实现 68 亿的净利。
- ❖ 煤头烯烃龙头背靠原料煤崛起，改变行业成本曲线。在公司的三大产品线中，焦化业务的核心优势在于接近 50% 的煤炭自给率；聚烯烃业务的核心优势则在于单吨投资较低带来的 800 元/吨的折旧优势，煤炭自给率接近 30%，且焦炉尾气制备的甲醇占比近 20% 为低成本的废物回收利用，且低初始投资也在制造费用端为公司产生了 800 元/吨的成本优势，使得单吨烯烃营业成本相对行业煤头技术路线低 1200 元/吨左右，靠近成本曲线最左端。与此同时，公司对焦化、烯烃的副产品进行深加工以实现“吃干榨净”，历史数据显示这部分副产品可为公司贡献 10%-15% 的营收权重，进一步提高了公司的盈利能力。
- ❖ 投资建议：按照我们的测算，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 41 亿元、47 亿元和 63 亿元，对应 EPS 依次为 0.562、0.65 和 0.86 元/股。考虑到煤化工行业仍处于高速增长阶段，当有相对一般周期股一定溢价，按照 15 倍市盈率对应 2022 年业绩，维持 12.90 元/股的目标价。
- ❖ 风险提示：产能投放不及预期。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	13,568	15,651	16,517	24,449
同比增速(%)	4.0%	15.4%	5.5%	48.0%
归母净利润(百万)	3,802	4,120	4,734	6,291
同比增速(%)	2.9%	8.4%	14.9%	32.9%
每股盈利(元)	0.52	0.56	0.65	0.86
市盈率(倍)	24.4	22.5	19.6	14.7
市净率(倍)	4.0	3.7	3.4	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 08 月 10 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价：12.90 元

当前价：12.63 元

### 华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983

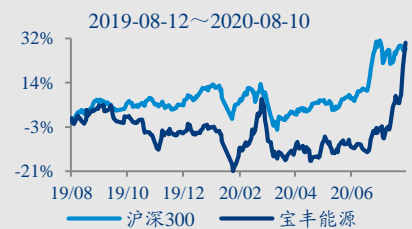
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号：S0360520050003

### 公司基本数据

总股本(万股)	733,336
已上市流通股(万股)	73,336
总市值(亿元)	926.2
流通市值(亿元)	92.62
资产负债率(%)	34.6
每股净资产(元)	3.2
12 个月内最高/最低价	12.79/7.13

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《宝丰能源 (600989) 深度研究报告：煤制烯烃龙头崛起，改变行业成本曲线》

2020-05-31

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,862	3,228	5,183	8,629
应收票据	0	0	0	0
应收账款	15	18	19	28
预付账款	166	196	199	320
存货	755	892	906	1,452
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	377	435	459	678
流动资产合计	3,175	4,769	6,766	11,107
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	17,904	21,362	24,558	27,544
在建工程	6,876	4,876	2,876	876
无形资产	3,221	2,899	2,609	2,348
其他非流动资产	2,119	2,116	2,114	2,111
非流动资产合计	30,120	31,253	32,157	32,879
<b>资产合计</b>	<b>33,295</b>	<b>36,022</b>	<b>38,923</b>	<b>43,986</b>
短期借款	180	180	180	180
应付票据	548	648	658	1,054
应付账款	505	597	606	972
预收款项	318	367	387	573
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1,698	1,698	1,698	1,698
一年内到期的非流动负债	1,874	1,874	1,874	1,874
其他流动负债	408	526	626	790
流动负债合计	5,531	5,890	6,029	7,141
长期借款	2,643	3,143	3,643	4,143
应付债券	43	43	43	43
其他非流动负债	1,726	1,677	1,677	1,677
非流动负债合计	4,412	4,863	5,363	5,863
<b>负债合计</b>	<b>9,943</b>	<b>10,753</b>	<b>11,392</b>	<b>13,004</b>
归属母公司所有者权益	23,352	25,269	27,531	30,982
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,352</b>	<b>25,269</b>	<b>27,531</b>	<b>30,982</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>33,295</b>	<b>36,022</b>	<b>38,923</b>	<b>43,986</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,573</b>	<b>5,753</b>	<b>6,483</b>	<b>8,215</b>
现金收益	4,956	5,741	6,485	8,163
存货影响	-247	-138	-14	-546
经营性应收影响	42	-33	-4	-129
经营性应付影响	1,029	241	40	947
其他影响	-2,207	-59	-24	-220
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,973</b>	<b>-2,300</b>	<b>-2,200</b>	<b>-2,140</b>
资本支出	-6,650	-2,303	-2,203	-2,142
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	2,677	3	3	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,587</b>	<b>-2,087</b>	<b>-2,328</b>	<b>-2,629</b>
借款增加	-4,005	500	500	500
股利及利息支付	-2,474	-2,933	-3,301	-4,220
股东融资	8,000	0	0	0
其他影响	66	346	473	1,091

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,568</b>	<b>15,651</b>	<b>16,517</b>	<b>24,449</b>
营业成本	7,605	8,991	9,130	14,630
税金及附加	160	185	195	288
销售费用	443	511	540	799
管理费用	442	510	505	748
研发费用	53	62	65	96
财务费用	324	455	455	455
信用减值损失	78	39	59	49
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	21	21	21	21
<b>营业利润</b>	<b>4,632</b>	<b>4,998</b>	<b>5,707</b>	<b>7,503</b>
营业外收入	55	56	55	55
营业外支出	302	302	302	302
<b>利润总额</b>	<b>4,385</b>	<b>4,752</b>	<b>5,460</b>	<b>7,256</b>
所得税	583	632	726	965
<b>净利润</b>	<b>3,802</b>	<b>4,120</b>	<b>4,734</b>	<b>6,291</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,802</b>	<b>4,120</b>	<b>4,734</b>	<b>6,291</b>
NOPLAT	4,083	4,514	5,128	6,685
EPS(摊薄) (元)	0.52	0.56	0.65	0.86

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	4.0%	15.4%	5.5%	48.0%
EBIT 增长率	-2.2%	10.6%	13.6%	30.4%
归母净利润增长率	2.9%	8.4%	14.9%	32.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.0%	42.6%	44.7%	40.2%
净利率	28.0%	26.3%	28.7%	25.7%
ROE	16.3%	16.3%	17.2%	20.3%
ROIC	16.6%	16.9%	17.5%	20.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.9%	29.9%	29.3%	29.6%
债务权益比	27.7%	27.4%	26.9%	25.6%
流动比率	57.4%	81.0%	112.2%	155.5%
速动比率	43.8%	65.8%	97.2%	135.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.6
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	25	22	24	19
存货周转天数	30	33	35	29
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.52	0.56	0.65	0.86
每股经营现金流	0.49	0.78	0.88	1.12
每股净资产	3.18	3.45	3.75	4.22
<b>估值比率</b>				
P/E	24.4	22.5	19.6	14.7
P/B	4.0	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	134.3	116.7	103.1	81.5

## 煤炭石化团队介绍

**组长、高级分析师：张文龙**

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：冯昱祺**

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500