

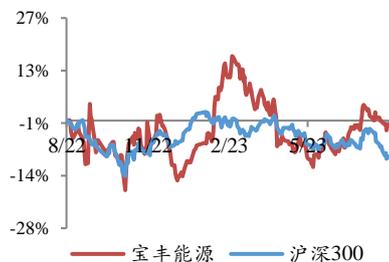
高油煤比下成本优势显著，内蒙一期成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-26

收盘价(元)	13.56
近12个月最高/最低(元)	16.06/11.21
总股本(百万股)	7,333
流通股本(百万股)	7,333
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	994
流通市值(亿元)	994

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 煤化工龙头业绩坚韧，内蒙项目延续高成长 2023-03-12

2. 收购宁夏红墩子煤业 40% 股权，资源控制力提升 2022-12-22

3. 内蒙古一期环评通过，成长性将逐步释放 2022-11-28

主要观点：

● 事件描述

2023年08月25日晚，宝丰能源发布公司2023年半年报，上半年实现营收130.89亿元，同比减少9.07%，实现归母净利润22.56亿元，同比下降43.79%；实现扣非净利润24.36亿元，同比下降43.06%，基本每股收益0.31元。其中，公司第二季度实现营收63.57亿元，同比下降19.33%，环比下降5.59%；归母净利10.72亿元，同比下降52.76%，环比下降9.59%；扣非净利润11.56亿元，同比下降51.68%，环比下降9.70%。

● 煤炭及焦炭价格下跌，焦炭板块承压，煤制烯烃盈利改善

上半年盈利环比下跌主要原因是需求下滑导致焦炭价格价差大幅收窄。公司上半年毛利率27.80%，同比下降12.18pct；净利率17.24%，同比下降10.65pct。从同行业来看公司的盈利韧性仍然明显。

价格价差方面，根据公司经营数据披露，主要产品PE/PP/焦炭/纯苯/改质沥青/MTBE 二季度均价（不含税）

7039.37/6655.84/1373.09/5795.53/4303.23/6708.37元/吨，环比分别为-0.88%/-3.99%/-23.36%/-0.92%/-34.59%/6.56%，烯烃价格由于已触及底部，价格环比保持稳定，而焦炭二季度均价下滑明显，主要由于地产需求不及预期导致钢材需求较差，钢价延续弱势，钢厂盈利能力不佳。根据我们对市场价格的跟踪，主要产品价差焦炭-精煤/聚乙烯(HDPE)-乙烯/聚乙烯(LLDPE)-乙烯/聚丙烯-丙烯/乙烯/丙烯-甲醇/甲醇-煤炭环比分别-47.92%/+30.57%/+8.46%/+43.75%/-76.03/-21.78%。焦炭盈利承压，煤制烯烃盈利显著改善。

量方面，从公司披露的经营数据来看，焦炭的产量/销量环比一季度增加18.79/26.38万吨，聚烯烃的产量/销量环比一季度减少4.05/6.35万吨。其余产品量方面的环比基本持平。年内宁夏三期将为公司带来100万吨聚烯烃产能增量。

2022年底至2023年一季度以来，澳煤冲击及需求不振影响下，原料煤炭成本下降较为明显，焦炭板块受损，但随着近期煤焦价格企稳回升，盈利有所回升，同时煤制烯烃板块在高油煤比的情况下成本优势显著。

费用控制方面，公司二季度销售费用占比环比上升0.08pct，管理费用占比环比上升0.32pct，财务费用占比环比下降0.40pct，公司费用保持稳定。

● 内蒙一期项目落地，远期成长性充足

内蒙古400万吨/年煤制烯烃项目于2022年11月23日得到生态环境部关于一期300万吨项目环评报告书的批复，项目一期即将顺利落地，内

蒙古一期项目是公司远期成长性的保障。该项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，烯烃总产能为 300 万吨/年，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。新项目烯烃单耗显著较原有项目降低。其次，内蒙古项目靠近煤炭原料资源丰富的内蒙古地区，显著降低原料运输成本。内蒙项目使公司平均烯烃成本进一步降低。项目仅 18 个月建成，预计于 2024 年下半年建成投产。项目建成后宝丰能源烯烃总产能将大幅提升，达到 520 万吨/年，远期成长性确定。同时，新增 40 万吨使用绿氢置换，宝丰集团长期布局绿氢产业，作为行业的先行者正带领行业走出一条绿色减碳发展之路，我们认为公司后续也有能力能够兼顾减碳及规模扩张。

● 投资建议

我们认为公司的规模优势和成本控制领先全行业，盈利情况远超市场平均水平，同时不断压缩成本，成为行业内标杆企业。宁夏三期及内蒙古项目一期落地将显著增加公司竞争力，未来成长空间广阔。由于聚烯烃及焦炭需求不及预期，我们调低 2023 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 67.40、104.89、150.70 亿元（原值 77.56、93.05、155.62 亿元），同比增速为 6.9%、55.6%、43.7%。对应 PE 分别为 14.75、9.48、6.60 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建项目建设进度不及预期；
- (2) 原材料及产品价格大幅波动；
- (3) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28430	32286	45247	61551
收入同比 (%)	22.0%	13.6%	40.1%	36.0%
归属母公司净利润	6303	6740	10489	15070
净利润同比 (%)	-10.9%	6.9%	55.6%	43.7%
毛利率 (%)	32.9%	31.9%	34.2%	35.1%
ROE (%)	18.6%	17.0%	20.9%	23.1%
每股收益 (元)	0.86	0.92	1.43	2.06
P/E	14.03	14.75	9.48	6.60
P/B	2.61	2.51	1.99	1.53
EV/EBITDA	12.35	10.21	6.67	4.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。