

2023年08月28日

費倩然

H70507@capital.com.tw

目標價(元)

16.20

**公司基本資訊**

產業別	化工
A 股價(2023/8/25)	13.56
上证指数(2023/8/25)	3064.07
股價 12 個月高/低	16.25/11.13
總發行股數(百萬)	7333.36
A 股數(百萬)	7333.36
A 市值(億元)	994.40
主要股東	宁夏宝丰集团有限公司 (35.57%)
每股淨值(元)	4.79
股價/賬面淨值	2.83
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-5.1 8.4 -1.2

**近期評等**

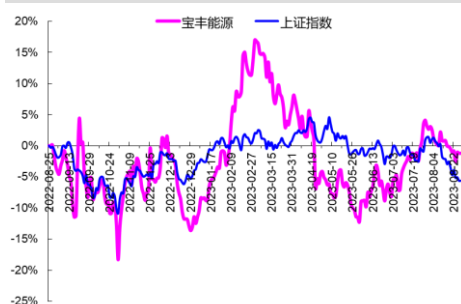
出刊日期	前日收盤	評等
2023.03.13	15.41	买进
2023.04.24	15.41	买进

**產品組合**

焦化产品	52.8%
烯烃产品	50.2%
总部及其他	15.4%
精细化工产品	14.7%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	6.2%
一般法人	24.4%

**股價相對大盤走勢**

**宝丰能源(600989.SH)**
**Buy 買进**
**焦炭短期业绩承压, 内蒙新项目保障长期成长**
**事件:**

公司发布 2023 年半年报, 2023 年上半年实现营收 130.90 亿元, yoy-9.07%, 归母净利润 22.57 亿元, yoy-43.79%; Q2 单季实现营收 63.57 亿元, yoy-19.33%, qoq-5.59%, 归母净利润 10.72 亿元, yoy-52.76%, qoq-9.59%, 业绩不及预期。

**结论及点评:**

23年Q2公司业绩下滑, 主要是受焦炭价格大幅下滑影响。目前公司主营产品 PP、PE 价格回暖, 焦炭价格也止跌企稳, 随着下游需求复苏和新项目投产带动的产销量增长, 看好公司业绩修复。公司是国内煤制烯烃龙头企业, 成本优势明显, 在周期底部持续扩张, 内蒙项目建成后产能将实现翻倍增长, 公司保持长期成长态势, 维持“买进”評級。

- **焦炭板块承压, 聚烯烃价格企稳:** 公司 Q2 业绩下滑, 主要是受焦炭价格下滑影响。公司焦炭板块 Q2 实现营收 25.26 亿元, yoy-30%, qoq-11%。根据公司数据, Q2 焦炭均价为 1373 元/吨 (yoy-44%, qoq-23%)。原料煤炭价格下滑, 叠加下游地产支撑不足, 带动钢铁需求弱势, 焦炭价格下滑幅度较大。销量来看, 公司 Q2 焦炭销量达 183.94 万吨, yoy+25%, qoq+17%。聚烯烃板块 Q2 实现营收 58.49 亿元 (yoy-19%), PE/PP 价格已经处于底部区间, 环比变动较小, 但销量出现下滑。2023Q2 公司 PE 均价位 7039 元/吨 (yoy-8%, qoq-1%), PP 均价为 6656 元/吨 (yoy-14%, qoq-4%); PE 销量为 15.66 万吨 (yoy-17%, qoq-15%), PP 销量为 14.20 万吨 (yoy-22%, qoq-20%)。精细化工板块 Q2 实现营收 17.24 亿元 (yoy-10%, qoq+7%), 纯苯均价为 5796 元/吨 (yoy-22%, qoq-1%), 改质沥青均价为 4302 元/吨 (yoy-19%, qoq-35%), MTBE 均价为 6708 元/吨 (yoy-3%, qoq+7%)。纯苯销量为 2.09 万吨 (yoy+12%, qoq+3%), 改质沥青销量为 4.18 万吨 (yoy+18%, qoq+86%), MTBE 销量为 2.18 万吨 (yoy-13%, qoq-105%)。下半年来看, 聚烯烃价差已经有改善, 焦炭价格也逐步止跌, 看好后续公司利润逐渐修复。此外下半年公司的宁夏三期项目的烯烃环节逐步投产, 烯烃板块产销有望持续增长。

- **毛利率同比下滑, 费用控制合理:** 2023 年 H1 公司毛利率为 27.8%, 同比下降 12.18pct; Q2 单季公司毛利率为 27.84%, 同比下降 12.97pct, 环比增加 0.1pct。费用方面整体控制合理, 受营收下滑影响略有增加, 公司 Q2 研发费用率为 0.89%, 同比增加 0.03pct; 销售费用率为 0.33%, 同比增加 0.16pct; 管理费用率为 2.18%, 同比增加 0.98pct; 财务费用为 1.13%, 同比增加 0.48pct。

- **上下游齐扩张, 新项目助成长:** 公司在周期底部持续扩张, 上半年公司核增煤炭产能 100 万吨/年, 所属三个在产煤矿煤炭产能达到 820 万吨/年, 同时在建煤矿产能 90 万吨/年; 20 万吨/年苯乙烯项目已于 8 月初投入试生产并生产出合格产品; 宁东三期烯烃项目 150 万吨/年甲醇装置、40 万吨/年聚乙烯装置、50 万吨/年聚丙烯装置已经投入试生产, 其中甲醇装置已达产。公司此前还公告计划定增募资 100 亿, 以建设 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目 (一期)。此项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃, 也是全球最大规模化用绿

氢替代化石能源生产烯烃的项目，项目包括 3×220 万吨/年甲醇装置、3×100 万吨/年甲醇制烯烃装置、3×50 万吨/年聚丙烯装置、3×55 万吨/年聚乙烯装置及相关配套公辅设施项目，总投资达 478.11 亿元。建成后公司烯烃总产能将达到 520 万吨/年，产能将翻倍增长。

- **盈利预测：**目前化工品价格仍在底部，我们下修盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年实现净利润 55.57/78.08/145.42 亿元，yoy-12%/+40%/+86%，（前值 71.73/92.54/157.50 亿元，yoy+14%/+29%/70%），折合 EPS 为 0.76/1.06/1.98 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 17/12/7 倍。公司成本优势明显，后续项目丰富，看好其未来成长前景，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	7,070	6,303	5,557	7,808	14,542
同比增減	%	52.95%	-10.86%	-11.82%	40.50%	86.24%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.96	0.86	0.76	1.06	1.98
同比增減	%	52.95%	-10.86%	-11.82%	40.50%	86.24%
A 股市盈率(P/E)	X	14.06	15.78	17.89	12.74	6.84
股利 (DPS)	RMB 元	0.26	0.14	0.20	0.26	0.30
股息率 (Yield)	%	1.95%	1.03%	1.47%	1.92%	2.21%

**【投資評等說明】**

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq$ 35%
買進 (Buy)	15% $\leq$ 首次評等潛在上漲空間 $<$ 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 首次評等潛在上漲空間 $<$ 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 附一：合并损益表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業收入	23300	28430	27841	37413	55523
經營成本	13466	19084	19369	25846	35566
研發費用	133	151	148	199	295
營業稅金及附加	352	412	403	542	805
銷售費用	60	72	70	94	112
管理費用	598	676	662	890	1056
財務費用	259	234	229	308	365
資產減值損失	0	0	0	0	0
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	8421	7720	6862	9472	17279
營業外收入	41	6	7	7	7
營業外支出	341	419	419	419	419
利潤總額	8121	7307	6443	9053	16860
所得稅	1050	1005	886	1245	2319
少數股東損益	0	0	0	0	0
歸屬於母公司股東權益	7070	6303	5557	7808	14542

## 附二：合并資產負債表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
貨幣資金	1451	2158	5753	9754	14745
應收賬款	38	71	74	78	82
存貨	940	1348	1482	1631	1794
流動資產合計	3331	4497	8369	12595	17831
長期股權投資	0	0	0	0	0
固定資產	23630	26412	29053	31959	35154
在建工程	8344	16589	18248	20073	22081
非流動資產合計	41042	53082	57594	62544	67976
資產總計	44374	57578	65963	75139	85807
流動負債合計	7976	11518	15531	17957	15032
非流動負債合計	5708	12186	11000	9942	8993
負債合計	13684	23704	26531	27899	24025
少數股東權益	0	0	0	0	0
股東權益合計	30690	33875	39432	47240	61782
負債及股東權益合計	44374	57578	65963	75139	85807

## 附三：合并現金流量表

會計年度（百萬元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
經營活動產生的現金流量淨額	6488	6626	7620	8763	10078
投資活動產生的現金流量淨額	-5458	-11177	-6706	-6371	-6052
籌資活動產生的現金流量淨額	-2730	4469	2681	1609	965
現金及現金等價物淨增加額	-1702	-81	3595	4001	4990

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能复制或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證j @持意見或立場，或會購入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證j @。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。