

宝丰能源(600989)

报告日期: 2023年08月26日

## 新项目稳步推进, 焦炭跌价拖累业绩表现

### ——宝丰能源点评报告

#### 事件

- 宝丰能源发布半年报: 23H1 实现营业收入 130.90 亿元, yoy-9.07%; 实现归母公司净利润 22.57 亿元, yoy-43.79%; Q2 单季度实现营业收入 63.57 亿元, yoy-19.33%, 归属于母公司所有者的净利润 10.72 亿元, yoy-52.76%, qoq-9.54%。

#### 点评

- 焦化板块大幅跌价拖累整体业绩表现。**(1) 根据公司公告, 23H1 烯烃/焦化/精细化工产品板块收入分别为 58.49/54.32/17.24 亿元, yoy-7.02%/-16.33%/+9.60%; (2) 销量方面, 23H1 聚乙烯/聚丙烯/焦炭销量分别为 34/32/342 万吨, yoy-8.00%/-6.31%/+30.14%, 上半年烯烃销量同比略有下滑, 而焦炭产销量同比明显提升, 主要是因为 22 年上半年 300 万吨焦炭新增产能投产; (3) 价格端, 23H1 聚乙烯/聚丙烯/焦炭平均单价分别为 7072/6810/1566 元/吨, yoy-8.05%/-10.60%/-33.67%, 焦炭价格受地产链需求不佳及原材料下跌拖累大幅下滑; (4) 原材料方面, 23H1 气化原煤/焦煤/动力煤采购价格分别为 665/1280/524 元/吨, 同比分别变化-3.97%/-25.56%/+2.71%, 焦煤价格下跌较多; (5) 毛利率方面, 23H1 烯烃/焦化/精细化工板块毛利率分别为 24.16%/29.72%/33.99%, 同比分别变化-8.91/-17.56/-4.24pct, 整体毛利率为 27.80%, 同比下滑 12.2pct, 焦化板块毛利率同比大幅下滑, 拖累整体表现。
- 新建项目有序推进, 产能弹性逐步兑现。**据公司公告, 23H1 公司完成马莲台煤矿及红四煤矿核增流程, 合计核增煤炭产能 100 万吨/年, 此外在建丁家梁煤矿已于 23 年 8 月取得采矿许可证; 23 年 8 月, 公司 20 万吨/年苯乙烯项目投入试生产并生产出合格产品; 宁东三期烯烃项目(除 EVA 装置外)建成投产; 内蒙古 300 万吨/年烯烃项目积极推进, 公司计划于 2024 年投产; 23 年 8 月, 宁夏四期煤制烯烃项目(第二套 50 万吨/年煤制烯烃)已进入环评审批程序。公司在建产能众多, 有望陆续投产贡献明显产能弹性, 支撑公司中期成长。
- Q3 以来烯烃板块价差修复, 预计板块业绩向好。**据 Wind, 2023Q3 以来, 公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭市场均价环比分别变化+1.93%/+3.02%-4.60%, 烯烃产品价格环比上涨, 而主要原材料气化原煤/焦煤/动力煤市场均价环比分别变化-18.85%/-1.20%/-4.11%, 原煤价格环比大幅回落, 预计烯烃板块价差及毛利率环比将有所修复, 叠加公司新增的苯乙烯及宁夏三期 100 万吨烯烃产能投产, 我们预计 Q3 板块业绩向好。
- 盈利预测与估值**  
宝丰能源是国内煤制烯烃行业龙头, 依托投资高效、技术领先、管理精密、一体化布局等优势条件, 构筑超额竞争优势。展望 2023-2025 年, 公司在建宁夏及内蒙古基地项目有望陆续投产, 贡献显著业绩弹性。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 54.26/85.75/164.56 亿元, yoy-13.91%/+58.04%/+91.90%, 对应当前股价 PE 分别为 18.3/11.6/6.0 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**  
原材料价格波动风险, 产品需求不佳风险, 新产能兑现不及预期风险

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 李辉  
 执业证书号: S1230521120003  
 lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 姚雯慧  
 yaowenyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 13.56
总市值(百万元)	99,440.36
总股本(百万股)	7,333.36

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28,430	26,882	34,849	55,558
(+/-) (%)	22.02%	-5.45%	29.64%	59.42%
归母净利润	6,303	5,426	8,575	16,456
(+/-) (%)	-10.86%	-13.91%	58.04%	91.90%
每股收益(元)	0.86	0.74	1.17	2.24
P/E	15.78	18.33	11.60	6.04

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,497	4,436	8,336	27,603
现金	2,158	1,957	5,543	23,532
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	71	346	360	644
其它应收款	65	75	89	148
预付账款	299	354	384	593
存货	1,348	1,297	1,555	2,280
其他	556	406	406	406
<b>非流动资产</b>	53,082	69,949	97,123	103,553
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	26,412	34,771	55,049	69,341
无形资产	4,664	4,781	4,888	4,986
在建工程	16,589	24,814	31,689	23,813
其他	5,417	5,583	5,498	5,413
<b>资产总计</b>	57,578	74,385	105,460	131,156
<b>流动负债</b>	11,518	10,514	12,307	16,383
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,678	1,426	1,823	2,589
预收账款	0	0	0	0
其他	9,840	9,088	10,484	13,794
<b>非流动负债</b>	12,186	25,515	37,986	46,771
长期借款	10,912	24,273	36,744	45,529
其他	1,274	1,242	1,242	1,242
<b>负债合计</b>	23,704	36,028	50,293	63,154
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	33,875	38,357	55,167	68,002
<b>负债和股东权益</b>	57,578	74,385	105,460	131,156

### 现金流量表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	6,626	7,451	14,352	24,621
净利润	6,303	5,426	8,575	16,456
折旧摊销	129	2,034	3,026	3,770
财务费用	256	466	808	1,090
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(174)	(933)	1,478	2,799
其它	113	458	465	506
<b>投资活动现金流</b>	(11,177)	(19,351)	(30,665)	(10,706)
资本支出	(9,977)	(19,099)	(30,665)	(10,706)
长期投资	0	0	0	0
其他	(1,200)	(253)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	4,469	11,722	19,898	4,074
短期借款	0	0	0	0
长期借款	6,551	13,361	12,472	8,785
其他	(2,082)	(1,639)	7,426	(4,710)
<b>现金净增加额</b>	(81)	(201)	3,585	17,989

### 利润表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	28,430	26,882	34,849	55,558
营业成本	19,084	18,474	22,081	32,416
营业税金及附加	412	390	505	805
营业费用	72	68	88	140
管理费用	676	639	829	1,321
研发费用	151	143	185	295
财务费用	234	466	808	1,090
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	20	19	25	40
<b>营业利润</b>	7,720	6,668	10,308	19,419
营业外收支	(412)	(395)	(395)	(395)
<b>利润总额</b>	7,307	6,273	9,913	19,024
所得税	1,005	847	1,338	2,568
<b>净利润</b>	6,303	5,426	8,575	16,456
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	6,303	5,426	8,575	16,456
EBITDA	8,184	8,773	13,748	23,885
EPS (最新摊薄)	0.86	0.74	1.17	2.24

### 主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.02%	-5.45%	29.64%	59.42%
营业利润	-8.32%	-13.63%	54.60%	88.38%
归属母公司净利润	-10.86%	-13.91%	58.04%	91.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.87%	31.28%	36.64%	41.65%
净利率	22.17%	20.18%	24.61%	29.62%
ROE	18.61%	14.15%	15.54%	24.20%
ROIC	14.31%	8.81%	9.71%	14.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.17%	48.44%	47.69%	48.15%
净负债比率	69.97%	93.93%	91.17%	92.87%
流动比率	0.39	0.42	0.68	1.68
速动比率	0.21	0.23	0.49	1.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.41	0.39	0.47
应收账款周转率	520.67	425.05	515.88	554.68
应付账款周转率	33.75	28.42	31.38	34.31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.86	0.74	1.17	2.24
每股经营现金	0.90	1.02	1.96	3.36
每股净资产	4.62	5.23	7.52	9.27
<b>估值比率</b>				
P/E	15.78	18.33	11.60	6.04
P/B	2.94	2.59	1.80	1.46
EV/EBITDA	12.35	14.29	9.76	5.23

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>