

买入 (维持)

宝丰能源

600989

内蒙项目碳减排绿色升级开启环评公众参与二次公示，多项目持续推进贡献业绩增量成长可期

2022年05月07日

市场数据

市场数据日期	2022-05-06
收盘价(元)	13.90
总股本(百万股)	7333.36
流通股本(百万股)	1994.27
总市值(百万元)	101933.70
流通市值(百万元)	27720.35
净资产(百万元)	32421.96
总资产(百万元)	46800.1
每股净资产	4.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】宝丰能源(600989)2021年度业绩预告点评:业绩同比大幅提升,未来成长空间广阔》2022-01-15

《【兴证化工】宝丰能源(600989)2021年三季报点评:原材料成本大幅上行致使业绩短期承压,降本增效叠加新项目持续推进保障成长空间》2021-11-02

《【兴证化工】宝丰能源(600989)2021年半年报点评:持续降本增效 产品结构优化,业绩创新高,积极布局“碳中和”产业链,保障持续成长》2021-08-10

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

张勋

zhangxun19@xyzq.com.cn

S0190521100002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23300	27298	35327	45814
同比增长	46.3%	17.2%	29.4%	29.7%
归母净利润(百万元)	7070	8043	10670	14410
同比增长	52.9%	13.8%	32.7%	35.0%
毛利率	42.2%	41.4%	41.7%	42.8%
净利率	30.3%	29.5%	30.2%	31.5%
净资产收益率	23.0%	20.6%	22.6%	24.6%
每股收益(元)	0.96	1.10	1.46	1.96
每股经营现金流(元)	0.88	1.39	1.78	2.36

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 2022年4月26日,内蒙古自治区乌审旗人民政府网站发布《内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目环境影响评价公众参与第二次公示》。据环评报告书,项目以原4*100万吨/年煤制烯烃项目中一期已核准260万吨/年煤制烯烃项目为基础,由配套建设的绿色能源电解水制氢项目逐年补充电解氢、电解氧,在基于原料煤消耗不变的情况下增加自产甲醇产量,扩增项目煤制烯烃规模至300万吨/年,产品方案中包括聚乙烯160.51万吨/年、聚丙烯137.12万吨/年以及硫磺、重碳四、MTBE、裂解燃料油、C5等副产品。
- **维持“买入”投资评级。**内蒙煤制烯烃项目取得进展,标志着公司未来扩张计划中的重要板块得到有效推进。通过耦合绿氢,项目在不增加原料煤消耗的前提下,规模相较原先4*100万吨/年煤制烯烃项目一期的260万吨/年规模扩充至300万吨/年。并且受益于先进工艺以及公司多年生产积累,项目生产原料单耗与能源消耗相较公司原有项目显著降低,未来若顺利建设推进投产,将在显著扩增公司产销规模的同时,夯实公司低成本优势,提升公司综合盈利能力。宝丰能源是国内煤化工行业领军企业,以煤为原料打造一体化高端煤基新材料循环经济产业集群。公司产业链一体化配套程度高、装置投资额低,成本处行业内领先地位;同时公司积极改善产品结构,提升产品盈利能力。公司规划产能较多,保障未来持续成长:当前募投项目已全面投产,形成原煤720万吨/年,焦炭400万吨/年,甲醇400万吨/年,PE/PP各60万吨/年、精细化工品78万吨/年的产能规模,具有规模优势。此外,公司在建项目包括宁东项目三期、300万吨/年焦化多联产项目、太阳能电解制氢储能及综合应用示范项目等,将于今年内陆续完工,后续将贡献业绩增量。规划鄂尔多斯市乌审旗绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目正处于二次环评公众参与公示中,稳步推进保障公司未来成长。我们调整公司2022-2023年EPS预测分别为1.10元和1.46元,引入2024年EPS预测为1.96元,维持“买入”的投资评级。

风险提示: 全球宏观经济不及预期的风险,新项目进展不及预期风险,原油价格大幅回落的风险,产品价格大幅波动的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

2022年4月26日,内蒙古自治区乌审旗人民政府网站发布《内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目环境影响评价公众参与第二次公示》。据环评报告书,项目以原4*100万吨/年煤制烯烃项目中一期已核准260万吨/年煤制烯烃项目为基础,由配套建设的绿色能源电解水制氢项目逐年补充电解氢、电解氧,在基于原料煤消耗不变的情况下增加自产甲醇产量,扩增项目煤制烯烃规模至300万吨/年,产品方案中包括聚乙烯160.51万吨/年、聚丙烯137.12万吨/年以及硫磺、重碳四、MTBE、裂解燃料油、C5等副产品。

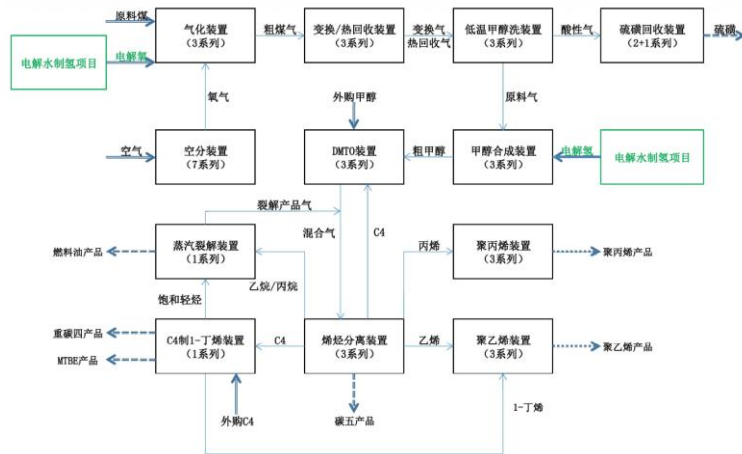
点评

内蒙煤制烯烃项目取得进展,标志着公司未来扩张计划中的重要板块得到有效推进。通过耦合绿氢,项目在不增加原料煤消耗的前提下,规模相较原先4*100万吨/年煤制烯烃项目一期的260万吨/年规模扩充至300万吨/年。并且受益于先进工艺以及公司多年生产积累,项目生产原料单耗与能源消耗相较公司原有项目显著降低,未来若顺利建设推进投产,将在显著扩增公司产销规模的同时,夯实公司低成本优势,提升公司综合盈利能力。

- **耦合绿氢探索发展新模式,重大项目环评有所进展,构筑业绩新增长点。**根据环评报告书,当前项目以原有260万吨/年煤制烯烃为基础,由配套电解水制氢项目逐年补充电解氢、电解氧,补入氢气直接进入甲醇合成装置,减少变换及热回收装置变换部分的负荷,从而减少工艺系统CO₂排放量;补充氧气作为企划用氧气。基于此,项目在原料煤消耗不变的情况下,通过绿氢、绿氧的逐年补充(第一年电解氢/氧规模分别为2.515/1.2575*10⁸Nm³/年,至第十年电解氢/氧规模分别达到为2.515/1.2575*10⁹Nm³/年,可完全满足下游甲醇至烯烃需求),逐年减少外购MTO级甲醇量(由第一年105.10万吨/年减少至0),实现CO₂逐年减排。依靠绿氢/绿氧的补充,项目设计煤制烯烃规模由原260万吨/年扩增至300万吨/年。

具体来看,项目主要消耗原料煤829.22万吨/年,燃料煤177.3万吨/年;生产聚乙烯160.51万吨/年、聚丙烯137.12万吨/年,副产硫磺9.23万吨/年、重C₄产品2.69万吨/年、C₅₊产品6.95万吨/年、MTBE产品1.97万吨/年、燃料油产品1.23万吨/年。建设内容包括3*220万吨/年甲醇装置(含7*110000Nm³/h氧气的空分,3*56.2万Nm³/h有效气(CO+H₂)的气化、变换及热回收和净化,3*6.5万吨/年硫磺回收)、3*100万吨/年甲醇制烯烃装置(含烯烃分离)、3*50万吨/年聚丙烯装置、3*55万吨/年聚乙烯装置、25万吨/年C₄制1-丁烯装置、29万吨/年蒸汽裂解装置。

图 1、项目流程示意图



资料来源：项目环评报告，兴业证券经济与金融研究院整理

先进工艺与生产积累相得益彰，项目具备低物耗、低能耗优势。本项目拟采用大连化物所第三代 DMTO 工艺技术（亦是国内首套采用该技术的单位），该技术规模相较 DMTO 前两代工艺技术，在规模、单耗水平、CO₂ 排放量控制上均有显著提升。此外，结合公司多年在煤制烯烃领域的耕耘积累，共同助力项目单位综合能耗、水耗、能源转化效率在国内同期同类项目中均处于领先水平，且相较公司当前宁夏产能有显著提升。未来若顺利建成投产，将有效降低公司生产物耗能耗，扩大产品成本优势，提升公司综合盈利能力。

表 1、本项目清洁生产指标与同类项目对比表

项目名称	规模	单位产品综合能耗	单位烯烃水耗	能源转化效率
内蒙古宝丰绿氨与煤化工耦合碳减排创新示范项目	260 万吨/年+40 万吨/年	1.95 吨/吨烯烃	10.86 吨/吨	45.03%
神华包头二期（不含锅炉）	70 万吨/年	2.22 吨/吨烯烃	9.47 吨/吨	45.16%
神华包头一期+二期	70 万吨/年+60 万吨/年	2.62 吨/吨烯烃	15.63 吨/吨	42.6%
神华新疆	68 万吨/年	2.745 吨/吨烯烃	19.42 吨/吨	39.2%
中天合创	360 万吨/年	2.6 吨/吨烯烃	14.5 吨/吨	42.8%
宁夏宝丰能源	60 万吨/年	2.8 吨/吨烯烃	/	/
神华宁煤	70 万吨/年	2.07 吨/吨烯烃	13.2 吨/吨	44.38%

资料来源：项目环评报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多项目持续推进，保障未来成长。**除本次公示内蒙项目外，公司亦有多个项目处于逐步推进中：新能源项目方面，公司太阳能电解制氢储能及应用示范项目设计产能 3 万标方/小时电解水制氢配套 800MWp 太阳能发电，预计 2022 年一季度末电解水制氢项目完工，配套太阳能发电建设中；焦化项目方面，公司 300 万吨/年焦化多联产项目稳步推进，据公司披露，项目 4 座焦炉已于 2021 年 10-11 月陆续点火烘炉，预计将于 2022 年上半年正式完工；宁东三期烯烃项目包含 50 万吨/年煤制烯烃、50 万吨/年 C2-C5 综合利用制烯烃产能，预计将于 2023 年上半年完成建设，其中煤制甲醇项目计划于 2022 年末具备

投料试车条件。综合来看,公司新建/拟建项目储备丰富,成长空间充足。

- **维持“买入”的投资评级。**内蒙煤制烯烃项目取得进展,标志着公司未来扩张计划中的重要板块得到有效推进。通过耦合绿氢,项目在不增加原料煤消耗的前提下,规模相较原先4*100万吨/年煤制烯烃项目一期的260万吨/年规模扩充至300万吨/年。并且受益于先进工艺以及公司多年生产积累,项目生产原料单耗与能源消耗相较公司原有项目显著降低,未来若顺利建设推进投产,将在显著扩增公司产销规模的同时,夯实公司低成本优势,提升公司综合盈利能力。宝丰能源是国内煤化工行业领军企业,以煤为原料打造一体化高端煤基新材料循环经济产业集群。公司产业链一体化配套程度高、装置投资额低,成本处行业内领先地位;同时公司积极改善产品结构,提升产品盈利能力。公司规划产能较多,保障未来持续成长:当前募投项目已全面投产,形成原煤720万吨/年,焦炭400万吨/年,甲醇400万吨/年,PE/PP各60万吨/年、精细化工品78万吨/年的产能规模,具有规模优势。此外,公司在建项目包括宁东项目三期、300万吨/年焦化多联产项目、太阳能电解制氢储能及综合应用示范项目等,将于今年内陆续完工,后续将贡献业绩增量。规划鄂尔多斯市乌审旗绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目正处于二次环评公众参与公示中,稳步推进保障公司未来成长。我们调整公司2022-2023年EPS预测分别为1.10元和1.46元,引入2024年EPS预测为1.96元,维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:**全球宏观经济不及预期的风险,新项目进展不及预期风险,原油价格大幅回落的风险,产品价格大幅波动的风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3331	5573	6632	9759
货币资金	1451	3242	3682	6045
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	38	35	45	59
预付款项	306	339	436	555
存货	940	1441	1853	2358
其他	596	516	615	742
非流动资产	41042	47772	57033	66746
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	23630	33978	42983	51582
在建工程	8344	5672	4836	4918
无形资产	4600	5400	6350	7300
商誉	1124	1124	1124	1124
长期待摊费用	9	8	8	7
其他	3336	1591	1732	1815
资产总计	44374	53345	63665	76505
流动负债	7976	7503	8967	9996
短期借款	0	695	1500	1800
应付票据及应付账款	894	1281	1647	2096
其他	7082	5528	5820	6100
非流动负债	5708	6839	7434	8033
长期借款	4361	4861	5361	5861
其他	1347	1978	2073	2172
负债合计	13684	14343	16401	18029
股本	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7268	7268	7268
未分配利润	14078	21317	28507	38275
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	30690	39002	47263	58475
负债及权益合计	44374	53345	63665	76505

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	7070	8043	10670	14410
折旧和摊销	1318	1375	1881	2370
资产减值准备	2	-24	0	0
资产处置损失	35	24	26	27
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	313	492	554	603
投资损失	0	-5	-5	-6
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-2533	-473	12	-39
经营活动产生现金流量	6488	10213	13029	17315
投资活动产生现金流量	-5458	-9077	-11022	-12022
融资活动产生现金流量	-2730	655	-1567	-2930
现金净变动	-1702	1791	441	2362
现金的期初余额	3026	1451	3242	3682
现金的期末余额	1324	3242	3682	6045

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23300	27298	35327	45814
营业成本	13466	16007	20588	26201
税金及附加	352	349	452	586
销售费用	60	68	88	115
管理费用	598	794	1007	1306
研发费用	133	175	237	321
财务费用	259	492	554	603
其他收益	24	35	39	42
投资收益	-0	5	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	12	5	6
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	-35	-24	-26	-27
营业利润	8421	9439	12423	16710
营业外收入	41	54	72	87
营业外支出	341	322	329	367
利润总额	8121	9171	12167	16430
所得税	1050	1128	1497	2021
净利润	7070	8043	10670	14410
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	7070	8043	10670	14410
EPS(元)	0.96	1.10	1.46	1.96

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	46.3%	17.2%	29.4%	29.7%
营业利润增长率	52.1%	12.1%	31.6%	34.5%
归母净利润增长率	52.9%	13.8%	32.7%	35.0%
盈利能力				
毛利率	42.2%	41.4%	41.7%	42.8%
净利率	30.3%	29.5%	30.2%	31.5%
ROE	23.0%	20.6%	22.6%	24.6%
偿债能力				
资产负债率	30.8%	26.9%	25.8%	23.6%
流动比率	0.42	0.74	0.74	0.98
速动比率	0.30	0.55	0.53	0.74
营运能力				
资产周转率	56.5%	55.9%	60.4%	65.4%
应收账款周转率	79152.6%	73569.5%	86785.7%	86865.2%
存货周转率	1544.5%	1344.6%	1250.2%	1244.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.96	1.10	1.46	1.96
每股经营现金	0.88	1.39	1.78	2.36
每股净资产	4.18	5.32	6.44	7.97
估值比率(倍)				
PE	14.4	12.7	9.6	7.1
PB	3.3	2.6	2.2	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn