

宝丰能源 (600989.SH)

焦化投产助推 Q2 业绩新高, 内蒙项目环评在即

买入

核心观点

2022 年 Q2 单季度业绩创新高。2022 年上半年公司实现营业收入 143.95 亿元, 同比增长 37.53%; 归母净利润 40.15 亿元, 同比增长 7.53%。2 季度公司实现营业收入 78.80 亿元, 同比增长 43.60%; 归母净利润 22.68 亿元, 同比增长 13.11%, 环比增长 29.90%。2022 年上半年国际原油价格冲高回落, 烯烃价格跟随原油波动, 在发改委政策严控下, 动力煤价格上半年维持稳定, 公司烯烃板块受益于油煤比扩大。2022 年上半年, 公司 300 万吨/年焦化多联厂项目投产, 公司焦炭产能达到 700 万吨/年, 2 季度为公司贡献产能增量。

原料价格支撑公司主营产品价格上涨。2022 年上半年公司焦炭产量为 270.36 万吨, 销售均价为 2361.31 元/吨, 同比上涨 39.68%。2 季度公司焦炭产量为 153.38 万吨, 环比增加 31.12%。**聚乙烯和聚丙烯**产量分别为 37.12 万吨和 34.02 万吨, 销售均价分别为 7691.45 元/吨和 7616.90 元/吨, 同比上涨 7.44%和 0.29%。**成本方面**, 气化原料煤采购均价为 692.29 元/吨, 同比涨 36.26%; 炼焦精煤采购均价 1719.98 元/吨, 同比涨 113.59%; 动力煤采购均价为 509.74 元/吨, 同比涨 43.13%。公司原料煤采购价格稳定变动, 在上半年原油价格大幅走高的背景下, 受益于油煤比扩大, 煤制烯烃装置较油头烯烃有显著成本优势。

内蒙古项目环评在即, 煤制烯烃龙头持续扩张。公司 300 万吨/年焦化多联产项目已于 2021 年末建成, 2022 年上半年完成投产。公司其他在建的项目包括丁家梁煤矿、宁东三期 100 万吨/年烯烃及 C₂-C₅ 综合利用制烯烃项目(含 25 万吨 EVA), 预计煤制甲醇项目计划于 2022 年末具备投料试车条件。内蒙古 400 万吨/年(一期 300 万吨/年)煤制烯烃项目前期建设与准备工作已完成, 项目审批进入最后阶段, 待环评批复后即可办理开工建设事宜。公司首批建设 30 台电解水制氢设备全部建成投产。公司在“十四五”期间有明确成长性, 开拓内蒙古第二基地, 规划项目全部投产后公司烯烃产能将达到 570 万吨/年, 成为国内最大的煤制烯烃企业之一。

风险提示: 产品价格下跌的风险; 能耗双控等环保低碳政策收紧的风险; 项目投产不及预期的风险; 煤炭价格大幅波动的风险。

投资建议: 成长性低碳煤化工龙头, 维持“买入”评级。公司低成本优势突出, 内蒙古项目环评即将获批, 我们看好公司在“十四五”期间稳健的长期成长性。预计公司 2022-2024 年归母净利润 82.12/112.56/145.93 亿元, 对应 EPS 为 1.12/1.53/1.99 元, 对应当前股价 PE 为 12.3/9.0/7.0X, 维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 化学原料

证券分析师: 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002
 联系人: 曹熠 021-60871329 caoyi1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 13.83 元
 总市值/流通市值 101415/29845 百万元
 52 周最高价/最低价 19.69/11.98 元
 近 3 个月日均成交额 382.61 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宝丰能源(600989.SH)-主营产品价格维持高位, Q1 业绩同比小幅增长》——2022-04-19
- 《宝丰能源(600989.SH)-业绩同比大幅提升, 煤化龙头稳健成长》——2022-03-10
- 《国信证券-宝丰能源 600989.SH-重大事件快评: 煤制烯烃耦合绿氢, 煤化龙头布局碳中和》——2022-01-04
- 《宝丰能源-600989-2021Q1 财报点评: Q1 业绩创历史新高, 电解水制绿氢布局“碳中和”》——2021-04-19
- 《宝丰能源-600989-2020 年财报点评: 盈利能力突出, 布局内蒙项目及“碳中和”》——2021-03-14

盈利预测和财务指标

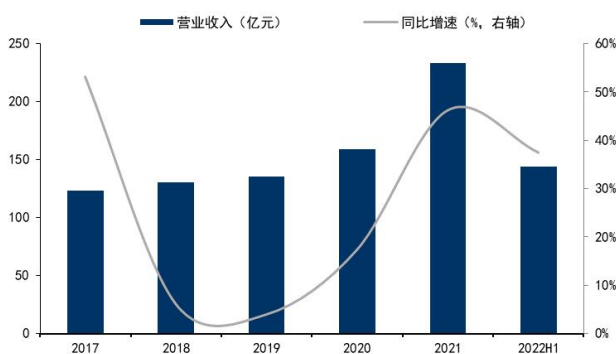
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,928	23,300	25,164	33,538	39,008
(+/-%)	17.4%	46.3%	8.0%	33.3%	16.3%
净利润(百万元)	4623	7070	8212	11256	14593
(+/-%)	21.6%	52.9%	16.1%	37.1%	29.6%
每股收益(元)	0.63	0.96	1.12	1.53	1.99
EBIT Margin	36.5%	37.3%	41.9%	42.5%	45.2%
净资产收益率 (ROE)	17.8%	23.0%	23.7%	27.7%	29.9%
市盈率 (PE)	21.9	14.3	12.3	9.0	7.0
EV/EBITDA	16.4	13.1	9.2	6.7	5.3
市净率 (PB)	3.92	3.30	2.93	2.49	2.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

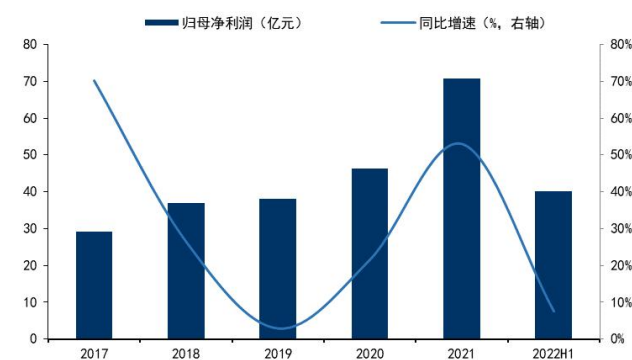
上半年焦化项目投产，助推单季度业绩创新高。2022年上半年公司实现营业收入143.95亿元，同比增长37.53%；归母净利润40.15亿元，同比增长7.53%；扣非归母净利润42.78亿元，同比增10.54%。2季度公司实现营业收入78.80亿元，同比增长43.60%；归母净利润22.68亿元，同比增长13.11%，环比增长29.90%；扣非归母净利润23.92亿元，同比增15.50%，环比增长26.83%。上半年公司毛利率为39.98%，净利率为27.89%。2022年上半年国际原油价格冲高回落，烯烃价格跟随原油波动，在发改委政策严控下，动力煤价格上半年维持稳定，公司烯烃板块受益于油煤比扩大。2022年上半年，公司300万吨/年焦化多联厂项目投产，公司焦炭产能达到700万吨/年，2季度为公司贡献产能增量。

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

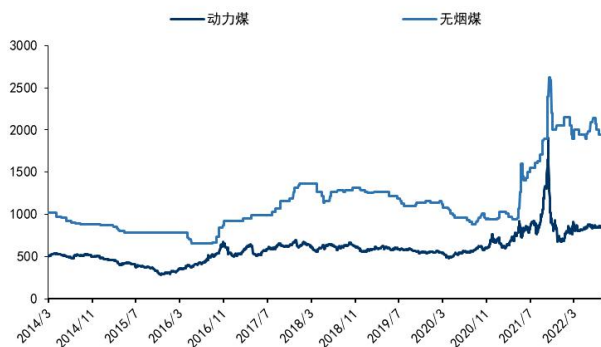
图2: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2022年上半年公司焦炭产量为270.36万吨，产销率为97.06%，销售均价为2361.31元/吨，同比上涨39.68%。2季度公司焦化项目投产，焦炭产量为153.38万吨，环比1季度增加31.12%。聚乙烯和聚丙烯产量分别为37.12万吨和34.02万吨，产销率分别为99.97%和100.18%，销售均价分别为7691.45元/吨和7616.90元/吨，同比上涨7.44%和0.29%。苯、改质沥青和MTBE产量分别为3.87万吨、6.12万吨和4.99万吨，销售均价分别为6952.81元/吨、5267.92元/吨和6634.79元/吨，受原油价格支撑，精细化工产业链产品价格涨幅显著。上半年国内疫情影响下，聚烯烃下游需求偏弱，产品价格跟随原油价格上涨幅度有限。2022年上半年动力煤价格在发改委相关政策的严控下回落并维持稳定，化工原料煤价格下跌后再次回升。上半年公司煤炭采购价格同比上涨，气化原料煤采购均价为692.29元/吨，同比涨36.26%；炼焦精煤采购均价1719.98元/吨，同比涨113.59%；动力煤采购均价为509.74元/吨，同比涨43.13%。煤焦油及粗苯采购均价分别为4168.12元/吨和5437.23元/吨，同比分别涨47.70%和49.69%。公司原料煤采购价格稳定变动，在上半年原油价格大幅走高的背景下，受益于油煤比扩大，煤制烯烃装置较油头烯烃有显著成本优势。预计随着疫情缓解和后续经济增长政策落地，聚烯烃需求将有所修复，烯烃价格有望上涨。下半年随着房地产及基建政策落地，钢厂陆续复产，预计焦炭市场将持续回升。

图3: 动力煤与无烟煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司主营产品价格 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

内蒙古项目环评在即, 煤制烯烃龙头持续扩张。公司 300 万吨/年焦化多联产项目已于 2021 年末建成, 2022 年上半年完成投产。公司其他在建的项目包括丁家梁煤矿、宁东三期 100 万吨/年烯烃及 C₂-C₅ 综合利用制烯烃项目 (含 25 万吨 EVA), 预计煤制甲醇项目计划于 2022 年末具备投料试车条件。宁东四期 50 万吨/年煤制烯烃项目已经进行环评公示, 预计将在“十四五”期间建成。内蒙古 400 万吨/年 (一期 300 万吨/年) 煤制烯烃项目前期建设与准备工作已完成, 项目审批进入最后阶段, 待环评批复后即可办理开工建设事宜。公司首批建设 30 台 1000 标方/小时的电解水制氢设备, 绿氢产能 2.4 亿标方/年 (2.14 万吨), 全部建成投产。公司在“十四五”期间有明确成长性, 每年规划有烯烃或煤焦项目投产, 开拓内蒙古第二基地, 规划项目全部投产后公司烯烃产能将达到 570 万吨/年, 成为国内最大的煤制烯烃企业之一。

表 1: 宝丰能源现有产能及在建/规划产能

产业链	产品	现有产能 (万吨/年)	在建/规划产能 (万吨/年)	预计投产时间
焦化产业链	煤炭开采	720	90	建设中
	煤炭洗选	1000	-	-
烯烃产业链	焦炭	400	-	300 万吨/年焦化多联产项目及副产 40 万吨/年甲醇 2022 年上半年投产
	甲醇	430	-	
	聚乙烯	60	75	1、宁东三期 100 万吨/年烯烃项目, 预计 2023 年上半年投产, EVA 产能 2023 年投产。 2、宁东四期 50 万吨/年煤制烯烃项目环评公示
	聚丙烯	60	75	
精细化工产业链	纯苯	6.98	-	-
	改质沥青	15.18	-	-
	MTBE	10.75	-	-
	苯乙烯	-	20	力争 2022 年末建成投产

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 成长性低碳煤化工龙头, 维持“买入”评级。公司低成本煤制烯烃优势突出, 规划建设投产节奏清晰, 内蒙古项目环评即将获批, 我们看好公司在“十四五”期间稳健的长期成长性。预计公司 2022-2024 年归母净利润 82.12/112.56/145.93 亿元, 对应 EPS 为 1.12/1.53/1.99 元, 对应当前股价 PE 为 12.3/9.0/7.0X, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3087	1451	300	300	300	营业收入	15928	23300	25164	33538	39008
应收款项	194	115	276	368	427	营业成本	8745	13466	12523	16504	18562
存货净额	803	940	976	1306	1459	营业税金及附加	211	352	362	462	553
其他流动资产	779	825	755	1006	1170	销售费用	537	60	61	412	223
流动资产合计	4864	3331	2306	2980	3357	管理费用	517	598	1556	1737	1825
固定资产	27711	31974	52785	52872	55827	研发费用	100	133	127	183	207
无形资产及其他	3801	4600	3680	2760	1840	财务费用	300	259	918	1175	751
投资性房地产	1729	4469	4469	4469	4469	投资收益	4	(0)	1	2	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	38105	44374	63240	63081	65493	其他收入	(86)	(145)	(127)	(183)	(207)
短期借款及交易性金融负债	1808	3019	18892	11188	4884	营业利润	5536	8421	9619	13065	16888
应付款项	768	894	976	1306	1459	营业外净收支	(288)	(300)	(278)	(288)	(289)
其他流动负债	3060	4063	3262	4456	4902	利润总额	5249	8121	9341	12777	16600
流动负债合计	5635	7976	23129	16951	11246	所得税费用	626	1050	1129	1521	2007
长期借款及应付债券	4678	4361	4131	4131	4131	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1892	1347	1347	1347	1347	归属于母公司净利润	4623	7070	8212	11256	14593
长期负债合计	6570	5708	5478	5478	5478	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12205	13684	28607	22429	16723	净利润	4623	7070	8212	11256	14593
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	80	1	1	0	0
股东权益	25900	30690	34633	40652	48769	折旧摊销	1098	108	3629	4261	4821
负债和股东权益总计	38105	44374	63240	63081	65493	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	300	259	918	1175	751
每股收益	0.63	0.96	1.12	1.53	1.99	营运资本变动	356	(2259)	(845)	852	222
每股红利	0.32	0.32	0.58	0.71	0.88	其它	(80)	(1)	(1)	(0)	(0)
每股净资产	3.53	4.18	4.72	5.54	6.65	经营活动现金流	6077	4920	10997	16370	19637
ROIC	17%	22%	21%	24%	29%	资本开支	0	(4263)	(23521)	(3429)	(6857)
ROE	18%	23%	24%	28%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	45%	42%	50%	51%	52%	投资活动现金流	0	(4263)	(23521)	(3429)	(6857)
EBIT Margin	37%	37%	42%	42%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	38%	56%	55%	58%	负债净变化	2035	(317)	(230)	0	0
收入增长	17%	46%	8%	33%	16%	支付股利、利息	(2334)	(2330)	(4269)	(5238)	(6475)
净利润增长率	22%	53%	16%	37%	30%	其它融资现金流	(4254)	3002	15872	(7703)	(6304)
资产负债率	32%	31%	45%	36%	26%	融资活动现金流	(4851)	(2294)	11374	(12941)	(12779)
息率	2.3%	2.3%	4.2%	5.2%	6.4%	现金净变动	1226	(1637)	(1151)	0	0
P/E	21.9	14.3	12.3	9.0	7.0	货币资金的期初余额	1862	3087	1451	300	300
P/B	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1	货币资金的期末余额	3087	1451	300	300	300
EV/EBITDA	16.4	13.1	9.2	6.7	5.3	企业自由现金流	0	1154	(11474)	14229	13692
						权益自由现金流	0	3839	3361	5490	6728

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032