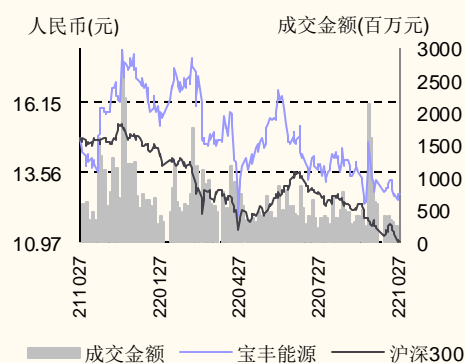


市场价格 (人民币): 12.75 元

烯烃价差持续承压, 相对行业表现较好

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 73.33 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 21.58 |
| 总市值(亿元) | 935.00 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.16/11.92 |
| 沪深 300 指数 | 3631 |
| 上证指数 | 2983 |



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,928 | 23,300 | 27,618 | 37,931 | 46,320 |
| 营业收入增长率 | 17.39% | 46.29% | 18.53% | 37.34% | 22.12% |
| 归母净利润(百万元) | 4,623 | 7,070 | 6,631 | 9,217 | 11,028 |
| 归母净利润增长率 | 21.59% | 52.95% | -6.22% | 39.00% | 19.65% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.630 | 0.964 | 0.904 | 1.257 | 1.504 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.71 | 0.72 | 1.18 | 1.79 | 2.12 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.85% | 23.04% | 19.64% | 23.45% | 23.63% |
| P/E | 18.56 | 18.01 | 14.10 | 10.14 | 8.48 |
| P/B | 3.31 | 4.15 | 2.77 | 2.38 | 2.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月27日, 公司发布三季报, 实现营业收入 214.85 亿元, 同比增长 32.66%, 归母净利润 53.72 亿元, 同比增长 1.02%。

分析

- 原材料价格持续提升, 行业价差大幅收窄。** 公司单三季度营收 70.91 亿元, 同比增长 23.76%、归母净利润 13.58 亿元, 同比下降 14.31%。由于整体的终端需求支撑不足, 原材料的涨价难以向下游有效传导, 导致烯烃行业价差受到非常明显的挤压, 三季度整体煤炭均价位于高位, 焦煤价格持续上行, 但终端聚乙烯、聚丙烯价格环比分别下行了约 6%, 焦炭价格下行了约 28%, 整体盈利承压明显。而三季度公司的整体的毛利率约为 30%, 环比下行了约 10 个点, 但仍然维持了 19% 以上的净利率, 公司的成本管控, 原材料及规模优势使得公司具有相对较好的盈利缓冲垫。从量上看, 公司三季度由于需求承压的影响, 聚乙烯、聚丙烯销量分别环比下降 12%、13%, 而公司上半年投产的焦炭产能带动了焦炭单季度产量环比增长, 目前看公司的整体发展处于相对有序状态。
- 内蒙项目推进有望, 规模提升搭建基础平台。** 公司在宁夏发展起家, 产品涵盖煤焦化以及煤气化领域, 通过宁东一期、二期项目布局, 公司基本实现了现有煤化工双线布局的路线, 拥有了 120 万吨烯烃产能, 未来伴随公司宁东三期、四期项目的投产, 将进一步扩充规模, 而此次内蒙项目的投产将大幅提升公司的生产规模, 在整体煤化工产能扩充较为严格的状态下, 获得了较好的空间优势。在规模提升带动中枢盈利能力提升的基础上, 公司可以有单线基础平台, 未来进一步延伸多类型产品, 形成更丰富的产品种类。

投资建议

- 终端需求相对承压, 产品价差收窄明显, 下调公司 2022 年业绩 19%, 预测公司 2022-2024 年实现归母净利润 66.31、92.17、110.28 亿元, EPS 分别为 0.90、1.26、1.50 元, 对应 PE 为 14.10、10.14、8.48 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原料价格大幅波动、政策影响新项目审批、项目开工不达预期、需求持续低迷等风险。

相关报告

- 《内蒙项目进一步推进, 有望大幅提升发展空间-【国金化工】宝丰能...》, 2022.9.21
- 《自身优化抵御行业风险, 多领域谋求长期发展-【国金化工】宝丰能...》, 2022.8.10
- 《焦化、气化双线运行平滑波动, 业绩平稳释放-【国金化工】宝丰能...》, 2022.4.19
- 《再次彰显成本管控能力, 整体业绩稳步提升-【国金化工】宝丰能源...》, 2022.3.11
- 《业绩实现稳步增长, 成本管控优势凸显-【国金化工】宝丰能源公司...》, 2022.1.13

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 13,568 | 15,928 | 23,300 | 27,618 | 37,931 | 46,320 | 货币资金 | 1,862 | 3,087 | 1,451 | 1,880 | 2,589 | 3,176 |
| 增长率 | 17.4% | 46.3% | 18.5% | 37.3% | 22.1% | | 应收款项 | 185 | 582 | 495 | 627 | 861 | 1,052 |
| 主营业务成本 | -7,605 | -8,745 | -13,466 | -17,915 | -24,536 | -30,264 | 存货 | 755 | 803 | 940 | 1,276 | 1,748 | 2,156 |
| %销售收入 | 56.0% | 54.9% | 57.8% | 64.9% | 64.7% | 65.3% | 其他流动资产 | 373 | 391 | 445 | 558 | 725 | 848 |
| 毛利 | 5,964 | 7,183 | 9,834 | 9,703 | 13,395 | 16,056 | 流动资产 | 3,175 | 4,864 | 3,331 | 4,341 | 5,923 | 7,232 |
| %销售收入 | 44.0% | 45.1% | 42.2% | 35.1% | 35.3% | 34.7% | %总资产 | 9.5% | 12.8% | 7.5% | 8.0% | 9.5% | 9.4% |
| 营业税金及附加 | -160 | -211 | -352 | -359 | -493 | -602 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.3% | 1.5% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 固定资产 | 24,947 | 27,711 | 31,974 | 41,375 | 47,785 | 59,714 |
| 销售费用 | -443 | -537 | -60 | -64 | -87 | -107 | %总资产 | 74.9% | 72.7% | 72.1% | 76.2% | 76.2% | 78.0% |
| %销售收入 | 3.3% | 3.4% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 无形资产 | 4,360 | 4,931 | 5,732 | 6,693 | 6,953 | 7,409 |
| 管理费用 | -442 | -517 | -598 | -580 | -797 | -973 | 非流动资产 | 30,120 | 33,241 | 41,042 | 49,982 | 56,751 | 69,329 |
| %销售收入 | 3.3% | 3.2% | 2.6% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | %总资产 | 90.5% | 87.2% | 92.5% | 92.0% | 90.5% | 90.6% |
| 研发费用 | -53 | -100 | -133 | -174 | -239 | -292 | 资产总计 | 33,295 | 38,105 | 44,374 | 54,324 | 62,674 | 76,561 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 短期借款 | 2,054 | 1,808 | 3,019 | 7,032 | 5,871 | 7,747 |
| 息税前利润 (EBIT) | 4,865 | 5,818 | 8,692 | 8,527 | 11,779 | 14,083 | 应付款项 | 2,766 | 2,754 | 2,941 | 3,749 | 5,135 | 6,332 |
| %销售收入 | 35.9% | 36.5% | 37.3% | 30.9% | 31.1% | 30.4% | 其他流动负债 | 710 | 1,074 | 2,016 | 1,505 | 1,899 | 2,184 |
| 财务费用 | -324 | -300 | -259 | -566 | -885 | -1,087 | 流动负债 | 5,531 | 5,635 | 7,976 | 12,286 | 12,905 | 16,263 |
| %销售收入 | 2.4% | 1.9% | 1.1% | 2.0% | 2.3% | 2.3% | 长期贷款 | 2,643 | 4,678 | 4,361 | 7,030 | 9,031 | 11,933 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 1,769 | 1,892 | 1,347 | 1,250 | 1,430 | 1,697 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 9,943 | 12,205 | 13,684 | 20,566 | 23,366 | 29,892 |
| 投资收益 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 23,352 | 25,900 | 30,690 | 33,758 | 39,308 | 46,669 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.1% | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 7,333 | 7,333 | 7,333 | 7,333 | 7,333 | 7,333 |
| 营业利润 | 4,632 | 5,536 | 8,421 | 7,921 | 10,926 | 13,031 | 未分配利润 | 7,677 | 9,797 | 14,078 | 17,042 | 22,592 | 29,953 |
| 营业利润率 | 34.1% | 34.8% | 36.1% | 28.7% | 28.8% | 28.1% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | -246 | -288 | -300 | -299 | -332 | -356 | 负债股东权益合计 | 33,295 | 38,105 | 44,374 | 54,324 | 62,674 | 76,561 |
| 税前利润 | 4,385 | 5,249 | 8,121 | 7,622 | 10,594 | 12,675 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 32.3% | 33.0% | 34.9% | 27.6% | 27.9% | 27.4% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | -584 | -626 | -1,050 | -991 | -1,377 | -1,648 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 13.3% | 11.9% | 12.9% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 每股收益 | 0.518 | 0.630 | 0.964 | 0.904 | 1.257 | 1.504 |
| 净利润 | 3,802 | 4,623 | 7,070 | 6,631 | 9,217 | 11,028 | 每股净资产 | 3.184 | 3.532 | 4.185 | 4.603 | 5.360 | 6.364 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.498 | 0.707 | 0.720 | 1.182 | 1.794 | 2.120 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,802 | 4,623 | 7,070 | 6,631 | 9,217 | 11,028 | 每股股利 | 0.560 | 0.590 | 0.279 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 净利率 | 28.0% | 29.0% | 30.3% | 24.0% | 24.3% | 23.8% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 16.28% | 17.85% | 23.04% | 19.64% | 23.45% | 23.63% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 11.42% | 12.13% | 15.93% | 12.21% | 14.71% | 14.40% |
| 净利润 | 3,802 | 4,623 | 7,070 | 6,631 | 9,217 | 11,028 | 投入资本收益率 | 15.01% | 15.80% | 19.86% | 15.51% | 18.90% | 18.47% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 830 | 1,107 | 113 | 1,357 | 1,741 | 2,233 | 主营业务收入增长率 | 3.95% | 17.39% | 46.29% | 18.53% | 37.34% | 22.12% |
| 非经营收益 | 393 | 394 | 341 | 955 | 1,263 | 1,502 | EBIT增长率 | -3.78% | 19.59% | 49.39% | -1.90% | 38.14% | 19.56% |
| 营运资金变动 | -1,374 | -941 | -2,243 | -274 | 938 | 786 | 净利润增长率 | 2.88% | 21.59% | 52.95% | -6.22% | 39.00% | 19.65% |
| 经营活动现金净流 | 3,651 | 5,182 | 5,281 | 8,668 | 13,159 | 15,549 | 总资产增长率 | 24.46% | 14.45% | 16.45% | 22.42% | 15.37% | 22.16% |
| 资本开支 | -4,541 | -2,574 | -5,357 | -9,521 | -8,642 | -14,867 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | 121 | 41 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 其他 | 568 | 0 | -142 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 30.3 | 32.5 | 23.6 | 26.0 | 26.0 | 26.0 |
| 投资活动现金净流 | -3,973 | -2,453 | -5,458 | -9,521 | -8,642 | -14,867 | 应付账款周转天数 | 25.3 | 19.7 | 12.4 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 股权募资 | 8,000 | 0 | 0 | 300 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 481.6 | 577.0 | 370.2 | 355.4 | 339.7 | 340.6 |
| 债权募资 | -3,689 | 1,336 | 597 | 5,470 | 841 | 4,777 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -2,723 | -2,605 | -3,329 | -4,463 | -4,598 | -4,813 | 净负债/股东权益 | 12.33% | 13.12% | 19.32% | 36.09% | 31.33% | 35.36% |
| 筹资活动现金净流 | 1,588 | -1,269 | -2,732 | 1,307 | -3,757 | -36 | EBIT利息保障倍数 | 15.0 | 19.4 | 33.6 | 15.1 | 13.3 | 13.0 |
| 现金净流量 | 1,266 | 1,461 | -2,909 | 453 | 760 | 646 | 资产负债率 | 29.86% | 32.03% | 30.84% | 37.86% | 37.28% | 39.04% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 7 | 16 | 32 | 63 |
| 增持 | 0 | 0 | 2 | 4 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.11 | 1.11 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

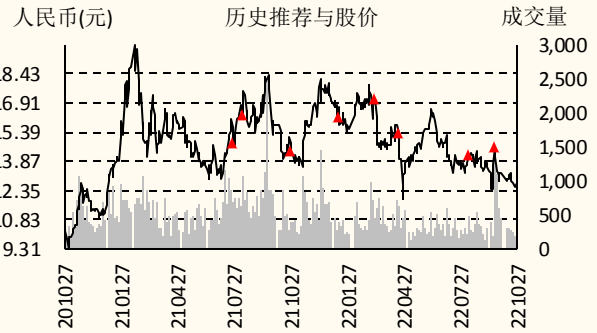
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2021-07-27 | 买入 | 15.95 | 20.01 ~ 20.01 |
| 2 | 2021-08-10 | 买入 | 17.16 | N/A |
| 3 | 2021-10-28 | 买入 | 15.11 | N/A |
| 4 | 2022-01-13 | 买入 | 17.04 | N/A |
| 5 | 2022-03-11 | 买入 | 17.17 | N/A |
| 6 | 2022-04-19 | 买入 | 16.08 | N/A |
| 7 | 2022-08-10 | 买入 | 13.83 | N/A |
| 8 | 2022-09-21 | 买入 | 13.71 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402