

宝丰能源 (600989)

2023 年年报点评: 煤制烯烃盈利稳健, 内蒙项目打开成长空间

买入 (维持)

2024 年 03 月 22 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	28,430	29,136	39,298	61,920	63,588
同比	22.02%	2.48%	34.88%	57.56%	2.69%
归母净利润 (百万元)	6,303	5,651	8,986	14,975	16,138
同比	-10.86%	-10.34%	59.04%	66.64%	7.76%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.86	0.77	1.23	2.04	2.20
P/E (现价&最新摊薄)	18.15	20.25	12.73	7.64	7.09

关键词: #产能扩张 #规模经济

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2023 年年报, 实现营业收入 291 亿元, 同比+2.5%, 归母净利润 56.5 亿元, 同比-10.3%。其中 Q4 单季度, 实现营业收入 87 亿元, 同比+25.8%, 环比+19.5%, 归母净利润 17.6 亿元, 同比+89.3%, 环比+7.7%, 业绩符合预期。

■ **烯烃板块: 煤价回落带动成本改善, 宁东三期投产贡献增量。** 1) 2023 年, 公司烯烃产品实现营业收入 140 亿元, 同比+20.1%, 毛利率为 30.3%, 较上年增加 2.2pct。其中聚乙烯、聚丙烯销量分别为 83/75 万吨, 较 22 年分别+13/+9 万吨, 主要系宁东三期投产贡献增量。销售均价分别为 7083/6759 元/吨, 分别同比-380/-636 元/吨, 主要系油价下行影响。原材料方面, 2023 年公司气化原料煤采购均价为 617 元/吨, 同比-145 元/吨。2) 全年来看, 虽然烯烃价格有所回落, 但受益于煤价下移, 公司煤制烯烃盈利表现稳健。根据 wind 数据测算, 23 年煤制聚乙烯/聚丙烯单吨价差同比分别+156/-95 元/吨。进入 2024 年后, 国际油价偏强运行, 动力煤价格边际回落, 煤制烯烃成本优势扩大。截至 3 月 20 日, 布油价格为 86 美元/桶, 较年初上涨 9 美元/桶, 秦皇岛 5500 卡动力煤价格为 860 元/吨, 较年初下降 66 元/吨, 向后看, 高油价背景下烯烃成本支撑较强, 煤制烯烃有望维持较优的盈利表现。

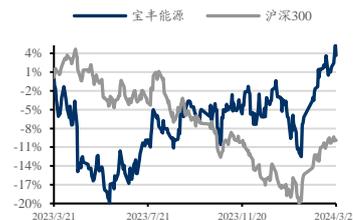
■ **焦化板块: 终端需求承压运行, 焦煤自给率有所提升。** 1) 2023 年, 公司焦化产品实现营业收入 112 亿元, 同比-14.6%, 毛利率为 29.0%, 较上年减少 6.7pct。其中焦炭销量为 698 万吨, 同比+77 万吨, 销售均价为 1575 元/吨, 同比-467 元/吨。原材料方面, 2023 年公司炼焦精煤采购均价为 1240 元/吨, 同比-417 元/吨, 此外, 公司在 23 年完成了马莲台和红四煤矿的产能核增工作, 煤炭产能提升 100 万吨/年, 使得焦煤自给率提升, 抗风险能力得到进一步增强。2) 全年来看, 受下游地产需求疲弱影响, 焦化板块整体承压运行, 根据 wind 数据测算, 23 年吨焦价差同比-252 元/吨。进入 2024 年后, 下游钢厂需求表现低迷, 焦炭市场短期压力仍存, 但随着行业库存逐步去化, 双焦价格有望边际企稳。

■ **内蒙项目建设有序推进, 煤制烯烃产能有望迎来飞跃。** 随着宁东三期项目的顺利投产, 到 2023 年底公司煤制烯烃产能增至 220 万吨/年。同时, 公司在内蒙基地规划了 500 万吨的煤制烯烃产能, 其中一期 300 万吨已于 23 年 3 月正式开工建设, 预计将于 24 年四季度投产, 届时公司煤制烯烃产能将增长至 520 万吨, 有望为烯烃板块带来显著的业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级:** 综合考虑项目投产节奏, 我们调整公司 2024-2025 年归母净利润为 90/150 亿元 (此前为 92/149 亿元), 并新增 2026 年归母净利润为 161 亿元, 按照 3 月 21 日收盘价计算, 对应 PE 为 12.7/7.6/7.1 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 原材料价格波动、产品需求不及预期、项目投产不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.60
一年最低/最高价	11.91/15.94
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万元)	114,400.42
总市值(百万元)	114,400.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.01
资产负债率(% ,LF)	46.15
总股本(百万股)	7,333.36
流通 A 股(百万股)	7,333.36

相关研究

《宝丰能源(600989): 员工持股计划出台, 彰显长期发展信心》

2024-03-14

《宝丰能源(600989): 宝丰能源: 煤化工领军企业, 成本优势显著》

2023-11-29

宝丰能源三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,435	9,643	22,491	36,132	营业总收入	29,136	39,298	61,920	63,588
货币资金及交易性金融资产	1,283	6,114	17,845	32,386	营业成本(含金融类)	20,279	26,154	39,957	40,217
经营性应收款项	264	821	962	922	税金及附加	467	589	929	954
存货	1,292	2,017	2,999	2,125	销售费用	86	98	155	159
合同资产	0	0	0	0	管理费用	769	1,061	1,672	1,717
其他流动资产	596	691	685	699	研发费用	431	196	310	318
非流动资产	68,195	77,266	102,962	102,676	财务费用	327	590	1,000	1,394
长期股权投资	1,628	2,170	2,893	3,858	加:其他收益	55	20	20	20
固定资产及使用权资产	41,377	42,303	88,544	84,937	投资净收益	39	0	0	0
在建工程	14,389	21,568	0	1,980	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	5,154	5,577	5,877	6,253	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	1,124	1,124	1,124	1,124	资产处置收益	(78)	0	0	0
长期待摊费用	43	43	43	43	营业利润	6,786	10,629	17,918	18,849
其他非流动资产	4,482	4,482	4,482	4,482	营业外净收支	(319)	(300)	(300)	(300)
资产总计	71,630	86,909	125,453	138,809	利润总额	6,467	10,329	17,618	18,549
流动负债	14,313	14,457	22,459	21,187	减:所得税	816	1,343	2,643	2,411
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,471	3,471	3,471	3,471	净利润	5,651	8,986	14,975	16,138
经营性应付款项	1,948	1,862	4,255	2,147	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	736	1,070	1,538	1,551	归属母公司净利润	5,651	8,986	14,975	16,138
其他流动负债	8,158	8,055	13,195	14,019	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	1.23	2.04	2.20
非流动负债	18,780	25,929	43,495	44,985	EBIT	7,151	11,220	18,918	20,243
长期借款	17,524	24,673	42,238	43,728	EBITDA	8,975	13,827	24,084	25,229
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.40	33.45	35.47	36.75
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	19.39	22.87	24.19	25.38
其他非流动负债	1,256	1,256	1,256	1,256	收入增长率(%)	2.48	34.88	57.56	2.69
负债合计	33,094	40,386	65,954	66,172	归母净利润增长率(%)	(10.34)	59.04	66.64	7.76
归属母公司股东权益	38,537	46,523	59,498	72,636					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	38,537	46,523	59,498	72,636					
负债和股东权益	71,630	86,909	125,453	138,809					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,693	11,277	28,448	22,801	每股净资产(元)	5.25	6.34	8.11	9.90
投资活动现金流	(14,101)	(11,979)	(31,162)	(5,000)	最新发行在外股份(百万股)	7,333	7,333	7,333	7,333
筹资活动现金流	4,769	5,533	14,444	(3,261)	ROIC(%)	11.56	14.55	17.88	15.65
现金净增加额	(637)	4,831	11,730	14,541	ROE-摊薄(%)	14.66	19.32	25.17	22.22
折旧和摊销	1,823	2,607	5,166	4,985	资产负债率(%)	46.20	46.47	52.57	47.67
资本开支	(12,822)	(11,436)	(30,438)	(4,035)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.25	12.73	7.64	7.09
营运资本变动	806	(1,233)	6,885	(373)	P/B(现价)	2.97	2.46	1.92	1.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>