

宝丰能源 (600989.SH)

四季度业绩同环比提升, 产能持续投放

买入

核心观点

2023年业绩同比下降, 2023Q4业绩同环比提升。公司发布2023年年度报告, 2023年营收291.4亿元(同比+2.5%), 归母净利润56.5亿元(同比-10.3%), 扣非归母净利润59.5亿元(同比-11.5%); 其中2023Q4单季度营收87.3亿元(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%), 扣非归母净利润18.0亿元(同比+85.5%, 环比+5.5%)。2023Q4销售毛利率为30.9%(同比+9.6pct, 环比-3.5pct), 销售净利率为20.1%(同比+6.8pct, 环比-2.2pct); 销售、管理、研发、财务费用率分别为0.3%、3.0%、0.9%、1.8%, 总费用率6.0%(同比+2.0pct, 环比-0.6pct)。

2023Q4公司主营产品聚烯烃、焦炭产销量同环比均提升。2023Q4公司主营产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭产量分别为29.02/25.35/180.73万吨, 同比+66%/+50%/+4%, 环比+36%/+42%/+2%; 销量分别为29.53/26.87/178.94万吨, 同比+75%/+70%/+4%, 环比+51%/+63%/+1%。宁东三期100万吨烯烃项目已贡献产能增量, 内蒙一期300万吨烯烃项目预计今年四季度投产, 产能高速扩张推动公司盈利规模攀升。

2023年聚烯烃和焦炭价格同比下滑, 2023Q4焦炭价格环比提高。受产能供给增加、整体需求偏弱等因素影响, 2023年聚烯烃价格同比有所下滑。2023年公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭的不含税平均售价分别为7083.48/6758.90/1574.76元/吨, 同比-5%/-9%/-23%; 其中2023Q4聚乙烯/聚丙烯/焦炭的不含税平均售价分别为7012.59/6745.64/1683.18元/吨(同比-2%/-4%/-9%, 环比-3%/+1%/+14%), 焦炭环比价格提高。

原材料价格下跌, 但仍处于相对较高位置。2023年公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤/煤焦油的平均采购单价为616.76/1239.91/464.78/4432.50元/吨, 同比-19%/-25%/-22%/+0.4%。2023Q4内蒙古5200大卡原煤坑口价为737元/吨(同比-28%, 环比+8%), 蒙古焦原煤场地价1557元/吨(同比+12%, 环比+26%)。原油价格相对高位支撑烯烃价格的同时, 也对煤炭市场价格形成了一定支撑, 煤制烯烃成本优势依然稳固。

风险提示:项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期等。

投资建议:公司主营产品聚烯烃产能高速扩张, 已开始逐步贡献利润增量, 同时公司自有煤矿构筑坚固利润底。我们维持公司2024-2025年归母净利润, 新增2026年盈利预测, 即2024-2026年归母净利润预测为82.91/138.72/141.04亿元, 对应EPS为1.13/1.89/1.92元, 当前股价对应PE为13.8/8.2/8.1X, 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

证券分析师: 余双雨

021-60375485

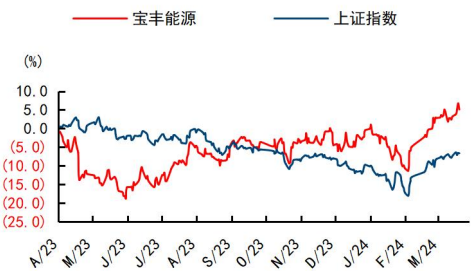
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.60元
总市值/流通市值	114400/114400百万元
52周最高价/最低价	15.94/11.91元
近3个月日均成交额	256.23百万元

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)-煤制烯烃规模持续提升, 成本将进一步优化》——2023-12-21
- 《宝丰能源(600989.SH)-2023Q3业绩同环比双增长, 聚烯烃产销量提升》——2023-10-29
- 《宝丰能源(600989.SH)-煤制烯烃盈利修复, 新项目增量渐近》——2023-08-27
- 《宝丰能源(600989.SH)-自有煤矿产能核增获批, 原料自给率再提升》——2023-06-04
- 《宝丰能源(600989.SH)-2023Q1业绩环比改善, 定增募资建设内蒙项目》——2023-04-22

盈利预测和财务指标

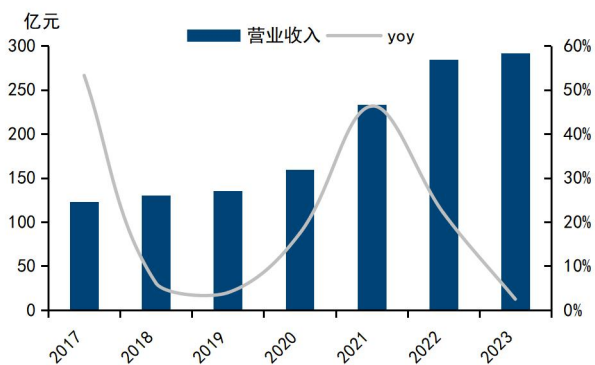
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	38,091	57,592	62,718
(+/-%)	22.0%	2.5%	30.7%	51.2%	8.9%
归母净利润(百万元)	6303	5651	8291	13872	14104
(+/-%)	-10.9%	-10.3%	46.7%	67.3%	1.7%
每股收益(元)	0.86	0.77	1.13	1.89	1.92
EBIT Margin	28.3%	24.4%	28.6%	30.1%	27.8%
净资产收益率(ROE)	18.6%	14.7%	18.9%	26.4%	22.8%
市盈率(PE)	18.2	20.2	13.8	8.2	8.1
EV/EBITDA	16.9	16.6	9.7	6.8	6.7
市净率(PB)	3.38	2.97	2.61	2.18	1.85

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

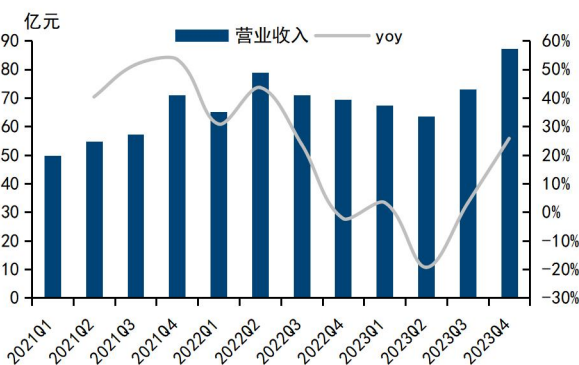
2023 年业绩同比下降，2023Q4 业绩同环比提升。公司发布 2023 年年度报告，2023 年营收 291.4 亿元（同比+2.5%），归母净利润 56.5 亿元（同比-10.3%），扣非归母净利润 59.5 亿元（同比-11.5%）；其中 2023Q4 单季度营收 87.3 亿元（同比+25.8%，环比+19.5%），归母净利润 17.6 亿元（同比+89.3%，环比+7.7%），扣非归母净利润 18.0 亿元（同比+85.5%，环比+5.5%）。2023Q4 销售毛利率为 30.9%（同比+9.6pct，环比-3.5pct），销售净利率为 20.1%（同比+6.8pct，环比-2.2pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.3%、3.0%、0.9%、1.8%，总费用率 6.0%（同比+2.0pct，环比-0.6pct）。

图1：宝丰能源营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



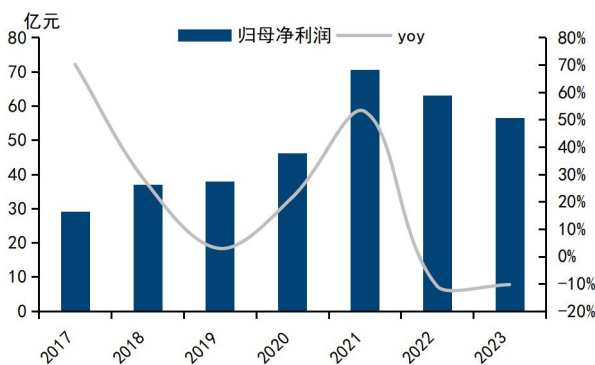
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：宝丰能源单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：宝丰能源归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



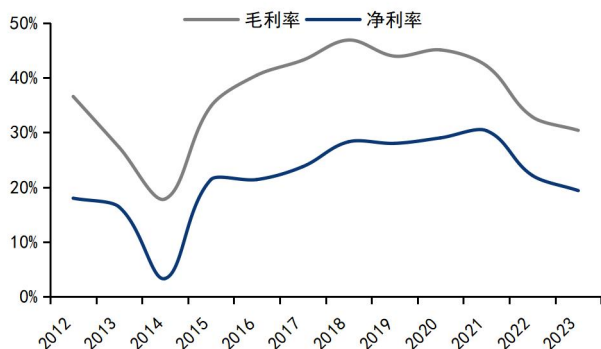
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：宝丰能源单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



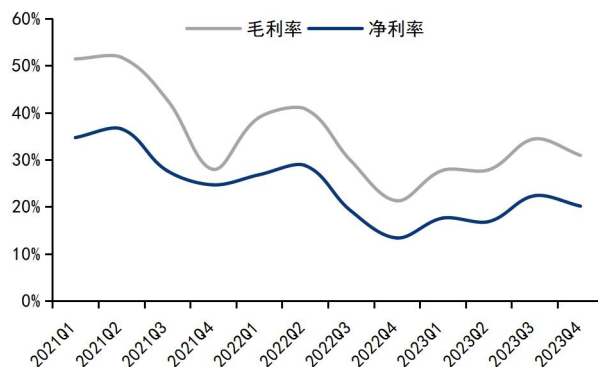
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 宝丰能源毛利率、净利率



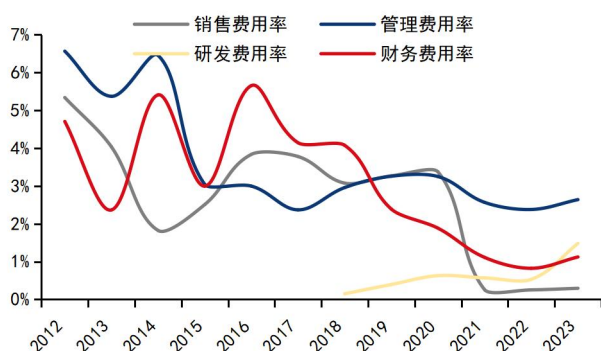
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 宝丰能源季度毛利率、净利率



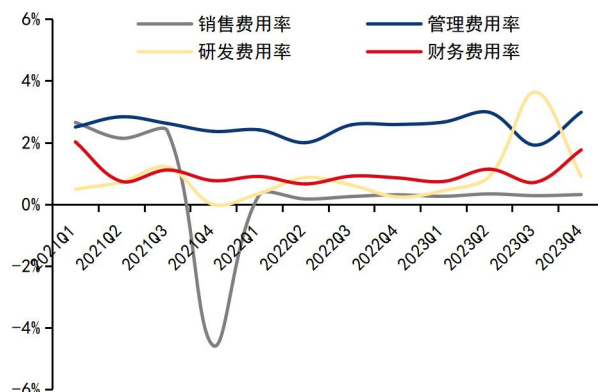
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 宝丰能源销售、管理、研发、财务费用率



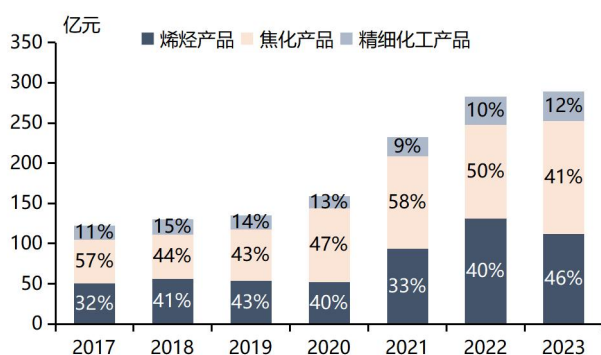
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 宝丰能源季度销售、管理、研发、财务费用率



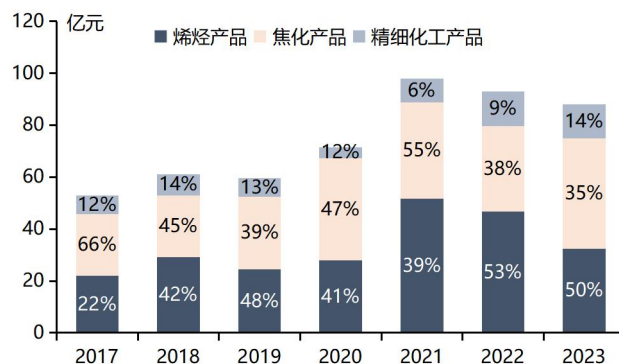
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 宝丰能源分板块营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 宝丰能源分板块毛利 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023Q4 公司主营产品聚烯烃、焦炭产销量同环比均提升。2023Q4 公司主营产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭产量分别为 29.02/25.35/180.73 万吨，同比+66%/+50%/+4%，环比+36%/+42%/+2%；销量分别为 29.53/26.87/178.94 万吨，同比+75%/+70%/+4%，环比+51%/+63%/+1%。宁东三期 100 万吨烯烃项目已贡献产能增量，内蒙一期 300 万吨烯烃项目预计今年四季度投产，产能高速扩张推动公司盈利规模攀升。

2023 年聚烯烃和焦炭价格同比下滑，2023Q4 焦炭价格环比提高。受产能供给增加、整体需求偏弱等因素影响，2023 年聚烯烃价格同比有所下滑。2023 年公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭的不含税平均售价分别为 7083.48/6758.90/1574.76 元/吨，同比-5%/-9%/-23%；其中 2023Q4 聚乙烯/聚丙烯/焦炭的不含税平均售价分别为 7012.59/6745.64/1683.18 元/吨（同比-2%/-4%/-9%，环比-3%/+1%/+14%），焦炭环比价格提高。

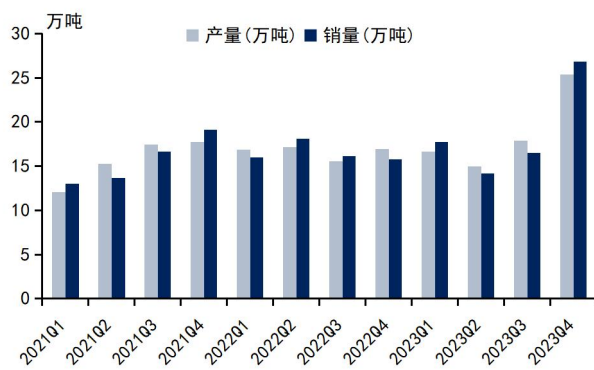
原材料价格下跌，但仍处于相对较高位置。2023 年公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤/煤焦油的平均采购单价为 616.76/1239.91/464.78/4432.50 元/吨，同比-19%/-25%/-22%/+0.4%。2023Q4 内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 737 元/吨（同比-28%，环比+8%），蒙古焦原煤场地价 1557 元/吨（同比+12%，环比+26%）。原油价格相对高位支撑烯烃价格的同时，也对煤炭市场价格形成了一定支撑，煤制烯烃成本优势依然稳固。

图11: 宝丰能源聚乙烯产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 宝丰能源聚丙烯产销量（万吨）



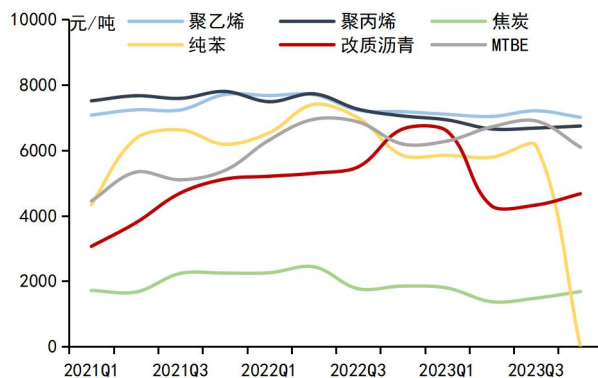
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 宝丰能源焦炭产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 宝丰能源主营产品价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能高速扩张，已开始逐步贡献利润增量，同时公司自有煤矿构筑坚固利润底。我们维持公司 2024-2025 年归母净利润，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 82.91/138.72/141.04 亿元，对应 EPS 为 1.13/1.89/1.92 元，当前股价对应 PE 为 13.8/8.2/8.1X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
600426.SH	华鲁恒升	25.12	52,998.07	2.97	2.1	2.76	8.5	12.0	9.1	1.9
601088.SH	中国神华	37.49	741,691.85	3.50	3.04	3.14	10.7	12.3	11.9	1.9
601898.SH	中煤能源	11.81	162,020.87	1.38	1.53	1.62	8.6	7.7	7.3	1.1
600989.SH	宝丰能源	15.84	114,400.42	0.86	0.77	1.13	18.4	20.6	14.0	3.2

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 3 月 21 日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2158	1283	1631	10072	18872	营业收入	28430	29136	38091	57592	62718
应收款项	136	89	117	210	204	营业成本	19084	20279	25274	37381	41992
存货净额	1348	1292	1513	2293	2575	营业税金及附加	412	467	579	878	971
其他流动资产	855	770	1167	1673	1800	销售费用	72	86	102	156	174
流动资产合计	4497	3435	4427	14247	23452	管理费用	676	769	918	1316	1443
固定资产	43002	55758	60782	62577	64565	研发费用	151	431	327	551	689
无形资产及其他	4664	5154	5025	4896	4767	财务费用	234	327	1018	1005	914
投资性房地产	5417	5656	5656	5656	5656	投资收益	0	39	13	13	13
长期股权投资	0	1628	2170	2893	3858	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	57578	71630	78060	90269	102298	其他收入	(232)	(462)	(327)	(551)	(689)
短期借款及交易性金融负债	3774	3471	5922	3555	3482	营业利润	7720	6786	9885	16318	16548
应付款项	1678	1948	1854	3036	3477	营业外净收支	(412)	(319)	(344)	(344)	(344)
其他流动负债	6066	8894	7896	12703	15118	利润总额	7307	6467	9541	15974	16204
流动负债合计	11518	14313	15671	19295	22077	所得税费用	1005	816	1250	2102	2100
长期借款及应付债券	10912	17524	17524	17524	17524	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1274	1257	1045	944	834	归属于母公司净利润	6303	5651	8291	13872	14104
长期负债合计	12186	18780	18569	18468	18358	现金流量表 (百万元)					
负债合计	23704	33094	34240	37763	40435	净利润	6303	5651	8291	13872	14104
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	8	(8)	0	0
股东权益	33875	38537	43820	52507	61863	折旧摊销	119	1788	4505	5191	5807
负债和股东权益总计	57578	71630	78060	90269	102298	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	234	327	1018	1005	914
每股收益	0.86	0.77	1.13	1.89	1.92	营运资本变动	1306	3037	(1957)	4510	2342
每股红利	0.42	0.21	0.41	0.71	0.65	其它	2	(8)	8	(0)	(0)
每股净资产	4.62	5.25	5.98	7.16	8.44	经营活动现金流	7727	10475	10839	23574	22253
ROIC	16%	11%	14%	22%	23%	资本开支	0	(14411)	(9392)	(6857)	(7667)
ROE	19%	15%	19%	26%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	30%	34%	35%	33%	投资活动现金流	0	(16038)	(9935)	(7580)	(8632)
EBIT Margin	28%	24%	29%	30%	28%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	31%	40%	39%	37%	负债净变化	6551	6612	0	0	0
收入增长	22%	2%	31%	51%	9%	支付股利、利息	(3059)	(1545)	(3008)	(5186)	(4748)
净利润增长率	-11%	-10%	47%	67%	2%	其它融资现金流	(14005)	(5447)	2451	(2366)	(73)
资产负债率	41%	46%	44%	42%	40%	融资活动现金流	(7020)	4689	(557)	(7552)	(4821)
股息率	2.7%	1.4%	2.6%	4.5%	4.2%	现金净变动	707	(875)	347	8441	8800
P/E	18.2	20.2	13.8	8.2	8.1	货币资金的期初余额	1451	2158	1283	1631	10072
P/B	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8	货币资金的期末余额	2158	1283	1631	10072	18872
EV/EBITDA	16.9	16.6	9.7	6.8	6.7	企业自由现金流	0	(3379)	2619	17877	15669
						权益自由现金流	0	(2213)	4185	14638	14801

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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