

2024年03月22日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 17.90

公司基本资讯

| | |
|-----------------|------------------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2024/3/21) | 15.60 |
| 上证指数(2024/3/21) | 3077.11 |
| 股价 12 个月高/低 | 15.94/11.91 |
| 总发行股数(百万) | 7333.36 |
| A 股数(百万) | 7333.36 |
| A 市值(亿元) | 1144.00 |
| 主要股东 | 宁夏宝丰集团有限公司 (35.57%) |
| 每股净值(元) | 5.25 |
| 股价/账面净值 | 2.97 |
| 股价涨跌(%) | 一个月 5.9 三个月 7.0 一年 3.5 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2023.04.24 | 15.41 | 买进 |
| 2023.08.28 | 13.56 | 买进 |

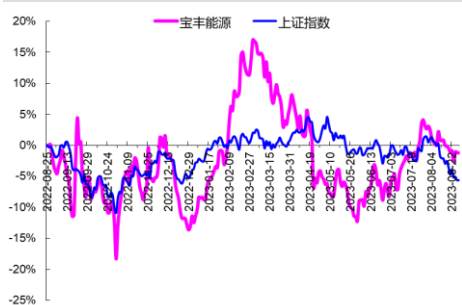
产品组合

| | |
|--------|-------|
| 烯烃产品 | 48.6% |
| 焦化产品 | 38.7% |
| 精细化工产品 | 12.7% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|--------|
| 基金 | 2.67% |
| 一般法人 | 64.37% |

股价相对大盘走势



宝丰能源(600989.SH)

Trading Buy 区间操作

销量同比大增，新产能释放推动成长

事件：

公司发布 2023 年年报，全年实现营收 291.36 亿元 yoy+2.48%，实现归母净利润 56.51 亿元,yoy-10.34%，业绩符合预期。Q4 单季度实现营收 87.45 亿元，yoy+25.77%，qoq+19.48%，归母净利润 17.60 亿元,yoy+89.25%，qoq+7.70%。公司同时公布 2023 年利润分配方案，中小股东每股派息 0.3158 元（含税），股息率为 2.02%。

结论及点评：

2023 年公司多个项目投产，推动公司营收增长，但主营产品价格弱勢影响毛利率，公司归母净利润同比下降。Q4 宁东三期项目贡献增量，叠加 2022Q4 低基期，单季业绩同比环比均有改善。目前公司主营产品聚乙烯、聚丙烯、焦炭价格止跌企稳，上游原料价格回落，预计后续利润有修复空间。公司是国内煤制烯烃龙头企业，成本优势明显，近两年处于产能快速释放期，看好公司业绩增长，但考虑到当前产品价格仍在底部，维持“区间操作”评级。

■ **新产能投放拉动营收，价格下降拖累利润：**2023 年公司多个项目投产，带动销量大增，营收实现同比增长。公司 2023 年聚乙烯销量达 83 万吨（yoy+18%），聚丙烯销量达 75 万吨（yoy+14%），焦炭销量达 698 万吨（yoy+12%），主营产品销量同比增长明显。2023 年公司宁东三期煤制烯烃项目投产，新增聚乙烯和聚丙烯产能 90 万吨/年，聚乙烯和聚丙烯产品产能增长 75%；马莲台煤矿、红四煤矿和参股的红二煤矿建成投产，新增煤炭产能共 196 万吨；20 万吨/年苯乙烯专案建成投产，精细化工产能增长 24%。新产能投放推动公司营收增长，而且宁东三期产能 2023 年 9 月投放，预计 2024 年产能将实现充分释放。价格方面，聚乙烯年均价为 7084 元/吨（yoy-19%），聚丙烯均价 6759 元/吨（yoy-23%），焦炭均价 1575 元/吨（yoy-23%）。价格下滑拖累公司盈利，公司 2023 年毛利率同比下降 2.47pct 到 30.40%。

■ **Q4 宁东三期产能释放，原料价格上涨影响毛利率：**Q4 单季业绩同比明显提高，除了 2022 年基期较低外，也受益于聚烯烃板块销量大幅增长和煤炭等原材料价格同比回落。Q4 单季公司主营聚烯烃产品价格基本持平，聚乙烯平均售价为 7013 元/吨（yoy-2%, qoq-3%）；聚丙烯均价为 6744 元/吨（yoy-4%,qoq+1%）；焦炭价格同比下降，Q4 均价为 1683 元/吨（yoy-9%,qoq+14%）。公司宁东三期烯烃项目于 2023 年 9 月开始贡献增量，Q4 公司聚烯烃销量增长明显。公司聚乙烯 Q4 销量为 30 万吨（yoy+75%,qoq+51%）；聚丙烯单季销量 27 万吨（yoy+70%,qoq+63%）。公司 Q4 单季毛利率环比下降 3.49pct 到 30.93%，主要是受采暖旺季影响，煤炭价格环比提高。Q4 单季公司气化原料煤采购均价 582 元/吨(yoy-35%, qoq+13%)，炼焦精煤均价 1297 元/吨（yoy-22%,qoq+18%），动力煤均价 412 元/吨（yoy-49%,qoq+3%）。

■ **产能快速释放，看好业绩增长：**目前聚烯烃和焦炭价格依然处于底部区间，但随着国内需求的修复和原油价格的支撑，我们看好后续聚烯烃价格的修复。成本端看，国内煤炭价格回落，公司成本压力将进一步减轻。据百川盈孚，2024Q1 动力煤均价为 758 元/吨（qoq-4%）。且公司新投产的煤矿和先进技术的烯烃产能将进一步强化公司成本的优势。目前公司

处于产能快速释放期，25万吨/年EVA装置于2024年2月投入试生产，内蒙一期260万吨/年煤制烯烃及配套40万吨/年绿氢耦合制烯烃项目建设进程已过半，预计2024年年内投产。内蒙项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃，也是全球最大规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目，项目总投资达478.11亿元，建成后公司聚烯烃总产能将由210万吨增至510万吨/年，产能实现翻倍增长。

- **盈利预测：**考虑到价格影响，我们调整2024、2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测，预计公司2024/2025/2026年实现净利润79/133/148亿元（2024/2025前值78/145亿元），yoy+39%/+68%/+12%，折合EPS为1.07/1.81/2.02元，目前A股股价对应的PE为15/9/8倍，当前估值合理，维持“区间操作”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

| 年度截止12月31日 | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 6,303 | 5,651 | 7,881 | 13,273 | 14,823 |
| 同比增减 | % | -10.86% | -10.34% | 39.47% | 68.41% | 11.68% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.86 | 0.77 | 1.07 | 1.81 | 2.02 |
| 同比增减 | % | -10.86% | -10.34% | 39.47% | 68.41% | 11.68% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 18.15 | 20.25 | 14.52 | 8.62 | 7.72 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.14 | 0.32 | 0.35 | 0.60 | 0.66 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.90% | 2.02% | 2.24% | 3.85% | 4.23% |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$ |
| 买进 (Buy) | $15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$ |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 会计年度（百万元） | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 28430 | 29136 | 38649 | 55384 | 60424 |
| 经营成本 | 19084 | 20279 | 26578 | 36410 | 39759 |
| 研发费用 | 151 | 431 | 572 | 819 | 894 |
| 营业税金及附加 | 412 | 467 | 619 | 887 | 968 |
| 销售费用 | 72 | 86 | 114 | 130 | 114 |
| 管理费用 | 676 | 769 | 1020 | 1169 | 1020 |
| 财务费用 | 234 | 327 | 434 | 497 | 434 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 营业利润 | 7720 | 6786 | 9346 | 15516 | 17291 |
| 营业外收入 | 6 | 7 | 8 | 8 | 9 |
| 营业外支出 | 419 | 327 | 327 | 327 | 327 |
| 利润总额 | 7307 | 6467 | 9019 | 15190 | 16964 |
| 所得税 | 1005 | 816 | 1138 | 1917 | 2141 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东权益 | 6303 | 5651 | 7881 | 13273 | 14823 |

附二：合并资产负债表

| 会计年度（百万元） | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 | 2158 | 1283 | 3003 | 8637 | 15292 |
| 应收账款 | 71 | 26 | 28 | 29 | 31 |
| 存货 | 1348 | 1292 | 1680 | 1848 | 2033 |
| 流动资产合计 | 4497 | 3435 | 5626 | 11488 | 18394 |
| 长期股权投资 | 0 | 1628 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 26412 | 41369 | 49643 | 54607 | 57337 |
| 在建工程 | 16589 | 14389 | 15828 | 17410 | 19151 |
| 非流动资产合计 | 53082 | 68195 | 76481 | 83233 | 87914 |
| 资产总计 | 57578 | 71630 | 82106 | 94721 | 106308 |
| 流动负债合计 | 11518 | 14313 | 14932 | 19914 | 21986 |
| 非流动负债合计 | 12186 | 18780 | 20756 | 15117 | 9809 |
| 负债合计 | 23704 | 33094 | 35688 | 35031 | 31794 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 33875 | 38537 | 46418 | 59691 | 74514 |
| 负债及股东权益合计 | 57578 | 71630 | 82106 | 94721 | 106308 |

附三：合并现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6626 | 8693 | 11300 | 18081 | 19889 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11177 | -14101 | -13396 | -14736 | -16210 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 4469 | 4769 | 3815 | 2289 | 2976 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -81 | -637 | 1720 | 5634 | 6655 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。