

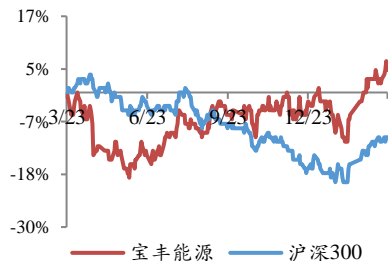
四季度盈利环比提升，精益管控持续降本

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-22

收盘价(元)	15.60
近12个月最高/最低(元)	15.84/12.05
总股本(百万股)	7,333
流通股本(百万股)	7,333
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,144
流通市值(亿元)	1,144

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1.高油煤比下成本优势显著，内蒙一期成长可期 2023-08-27

2.煤化工龙头业绩坚韧，内蒙项目延续高成长 2023-03-12

3.收购宁夏红墩子煤业40%股权，资源控制力提升 2022-12-2

主要观点：

● 事件描述

3月21日晚，宝丰能源发布2023年报，全年实现营收291.36亿元，同比增加2.48%，实现归母净利润56.51亿元，同比减少10.34%；实现扣非净利润59.49亿元，同比减少11.46%，基本每股收益0.77元。

● 四季度焦炭板块短暂承压，宁东三期爬坡带来增量

公司第四季度实现营收87.35亿元，同比+25.77%，环比+19.48%；归母净利润17.60亿元，同比+89.25%，环比+7.70%；扣非净利润18.03亿元，同比+85.53%，环比+5.45%。四季度收入利润均实现环比提升。公司第四季度量增明显，宁东三期100万吨/年烯烃项目于9月中旬投入试生产且运行稳定，四季度爬坡带来烯烃产量的环比增加。从公司披露的经营数据来看，焦炭的产量/销量环比增加3.28/1.83万吨，聚烯烃的产量/销量环比增加15.14/20.02万吨。其余产品量环比变动基本持平。

价格价差方面，根据公司经营数据披露，主要产品PE/PP/焦炭/改质沥青/MTBE第四季度均价（不含税）7013.29/6744.58/1683.16/4677.89/6090.68元/吨，环比分别-2.71%/+0.90%/13.60%/8.02%/-11.82%。而根据我们对市场价格的跟踪，主要产品价差焦炭-精煤/聚乙烯(HDPE)-乙烯/聚乙烯(LLDPE)-乙烯/聚丙烯-丙烯/乙烯及丙烯-甲醇/甲醇-煤炭环比分别为-83.82%/-26.54%/-30.77%/165.43%/523.76%/46.51%。

焦炭板块四季度经历了钢材需求不佳带来的价格下滑以及年尾的供应收缩带来的价格提涨。成本端，前三季度受房地产支撑不佳以及澳煤进口放量、煤矿事故频发等因素影响，煤炭价格整体下跌。第四季度由于安全事故频发、恶劣天气等因素带来的供应紧缺，煤炭价格有所回升，从而导致四季度焦炭板块有所承压。烯烃板块延续弱势。2024年初以来，煤炭及焦炭价格回落，焦炭板块盈利有所收窄，烯烃盈利改善明显。

● 多方面精益管控成本，宝丰能源不断验证自身 α

煤炭采购来源持续优化。公司原材料主要采购煤炭，煤炭价格对成本影响较大。根据公司披露，2023年全年气化原料煤/炼焦精煤/动力煤/煤焦油平均采购单价同比-19.06%/-25.16%/+0.38%/-9.86%。报告期内，公司煤炭储运系统建成投用，实现了煤炭卸、储、配、运业务一体化管控，卸车能力和效率明显提升。从采购源头来看，积极拓宽原料煤供应渠道，调整供应商结构，降低入炉煤成本。针对周边地区焦煤价格较高的情况，公司积极拓展价格较低的中蒙边境策克口岸煤和新疆煤，全年采购口岸煤57.17万吨，较2022年增加了约52万吨；采购疆煤356.7万吨，较2022年增加了304.75万吨。

综合能耗进一步下降。报告期内，公司完成节能项目15项，主要用能单位节能29万吨标准煤，综合能耗下降2.55%；烯烃二厂单位产品综合能

耗 396.72kgce/t, 创历史新低。

费用控制方面, 公司全年销售费用占比同比+0.73pct, 管理费用占比同比+6.42pct, 财务费用占比同比+2.92pct, 公司费用整体略有上涨。

● 资本开支持续投入, 项目储备充足

公司 2023 年多项目建设, 新增产能众多。据公司公告称, 20 万吨/年苯乙烯项目已于 2023 年 8 月 2 日正式投料试车; 宁东三期 100 万吨/年烯烃项目已于 2023 年 9 月中旬投入试生产, 目前试生产运行稳定; 25 万吨 EVA 工段已于 2023 年 2 月投入试生产; 内蒙古 300 万吨/年煤制烯烃项目顺利建设中, 当前建设进程过半; 宁东四期 50 万吨煤制烯烃项目于 2023 年 8 月进入拟审批阶段, 目前已纳入公司 2024 年年度预算。其中, 内蒙古一期项目是公司未来两年成长性的保障, 该项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺, 烯烃总产能为 300 万吨/年, 是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃, 也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。新项目烯烃单耗显著较原有项目降低。其次, 内蒙古项目靠近煤炭原料资源丰富的内蒙古地区, 将显著降低原料运输成本。内蒙项目使公司平均成本进一步降低。项目仅 18 个月建成, 预计将于 2024 年下半年建成投产。长期来看, 待上述各项目顺利建设、达标达产后, 公司将拥有 700 万吨焦炭以及 670 万吨煤制烯烃产能, 同时配套 50 万吨 EVA 等高端产品产能, 产品矩阵得到进一步丰富。

● 投资建议

我们认为公司的规模优势和成本控制领先全行业, 同时不断压缩成本, 成为行业内标杆企业。2024 年内蒙项目一期落地将显著增加公司竞争力, 未来成长空间广阔。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 88.09、125.12、133.67 亿元(焦炭板块略下调盈利, 2024-2025 原值 104.22、149 亿元)。对应 PE 分别为 12.99、9.14、8.56 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建项目建设进度不及预期;
- (2) 原材料及产品价格大幅波动;
- (3) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	29136	43671	63664	71003
收入同比 (%)	2.5%	49.9%	45.8%	11.5%
归属母公司净利润	5651	8809	12512	13367
净利润同比 (%)	-10.3%	55.9%	42.0%	6.8%
毛利率 (%)	30.4%	31.9%	30.6%	29.2%
ROE (%)	14.7%	18.6%	20.9%	18.3%
每股收益 (元)	0.77	1.20	1.71	1.82
P/E	19.18	12.99	9.14	8.56
P/B	2.81	2.42	1.91	1.56
EV/EBITDA	14.26	9.21	6.04	5.08

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3435	15813	41175	61578	营业收入	29136	43671	63664	71003
现金	1283	11508	36017	55810	营业成本	20279	29722	44169	50268
应收账款	26	115	106	131	营业税金及附加	467	664	970	1100
其他应收款	63	183	136	219	销售费用	86	128	187	209
预付账款	188	472	600	649	管理费用	769	1152	1680	1874
存货	1292	2468	3076	3328	财务费用	327	1108	1215	1041
其他流动资产	583	1069	1239	1440	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	68195	71978	73144	74634	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1628	2170	2893	3858	投资净收益	39	19	38	56
固定资产	41369	53972	55351	55949	营业利润	6786	10481	14766	15698
无形资产	5154	5605	5940	6365	营业外收入	7	18	11	12
其他非流动资产	20045	10231	8960	8462	营业外支出	327	362	369	353
资产总计	71630	87791	114320	136212	利润总额	6467	10137	14408	15358
流动负债	14313	16181	23992	26418	所得税	816	1328	1896	1990
短期借款	470	470	470	627	净利润	5651	8809	12512	13367
应付账款	1100	1016	2180	1677	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	12743	14695	21342	24114	归属母公司净利润	5651	8809	12512	13367
非流动负债	18780	24265	30470	36570	EBITDA	8975	14040	18379	19200
长期借款	17524	23024	29245	35356	EPS (元)	0.77	1.20	1.71	1.82
其他非流动负债	1257	1241	1226	1214					
负债合计	33094	40446	54462	62987					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	7333	7333	7333	7333					
资本公积	7286	7286	7286	7286					
留存收益	23917	32726	45238	58605					
归属母公司股东权益	38537	47345	59857	73224					
负债和股东权益	71630	87791	114320	136212					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8693	12453	23683	19626
净利润	5651	8809	12512	13367
折旧摊销	1823	2358	2249	2324
财务费用	341	1135	1456	1798
投资损失	-39	-19	-38	-56
营运资金变动	806	-286	6958	1660
其他经营现金流	4955	9551	6099	12241
投资活动现金流	-14101	-6578	-3923	-4291
资本支出	-12822	-6038	-3220	-3378
长期投资	-1280	-543	-723	-964
其他投资现金流	0	2	21	52
筹资活动现金流	4769	4349	4749	4458
短期借款	470	0	0	157
长期借款	6612	5500	6221	6111
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	18	0	0	0
其他筹资现金流	-2331	-1151	-1472	-1810
现金净增加额	-637	10224	24509	19793

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	2.5%	49.9%	45.8%	11.5%
营业利润	-12.1%	54.4%	40.9%	6.3%
归属于母公司净利	-10.3%	55.9%	42.0%	6.8%
获利能力				
毛利率 (%)	30.4%	31.9%	30.6%	29.2%
净利率 (%)	19.4%	20.2%	19.7%	18.8%
ROE (%)	14.7%	18.6%	20.9%	18.3%
ROIC (%)	10.5%	13.8%	15.1%	13.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.2%	46.1%	47.6%	46.2%
净负债比率 (%)	85.9%	85.4%	91.0%	86.0%
流动比率	0.24	0.98	1.72	2.33
速动比率	0.10	0.75	1.52	2.14
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.55	0.63	0.57
应收账款周转率	599.17	619.79	576.59	598.00
应付账款周转率	23.09	28.10	27.64	26.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.20	1.71	1.82
每股经营现金流(薄)	1.19	1.70	3.23	2.68
每股净资产	5.25	6.46	8.16	9.99
估值比率				
P/E	19.18	12.99	9.14	8.56
P/B	2.81	2.42	1.91	1.56
EV/EBITDA	14.26	9.21	6.04	5.08

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。