

宝丰能源 (600989.SH) 宁东三期烯烃贡献增量，煤价回调成本优势提升

2024年04月26日

——2024 一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/4/25
当前股价(元)	16.47
一年最高最低(元)	17.33/11.91
总市值(亿元)	1,207.80
流通市值(亿元)	1,207.80
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	73.33
近3个月换手率(%)	16.24

● 宁东三期烯烃贡献增量，煤价回调成本优势提升，维持“买入”评级

公司发布 2024 年一季报，2024 年 Q1 公司实现营收 82.27 亿元，同比+22.2%，环比-5.8%；实现归母净利润 14.21 亿元，同比+19.9%，环比-19.3%；实现扣非后归母净利润 14.82 亿元，同比+15.8%，环比-17.8%。虽然 2024Q1 聚烯烃、焦炭价格同比走弱，但凭借销售增量和成本优势，公司盈利保持韧性，我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 85.6/123.6/148.5 亿元，同比+51.4%/+44.5%/+20.1%；EPS 为 1.17/1.69/2.02 元，对应当前股价 PE 为 14.1/9.8/8.1 倍。未来聚烯烃、焦炭下游需求有望改善，油价高位下公司成本优势进一步凸显，叠加内蒙烯烃项目有望贡献高成长，维持“买入”评级。

● 聚烯烃、焦炭产销量同比高增，生产成本降低对冲价格下滑影响

(1) 聚烯烃业务：产销量方面，公司宁东三期煤制烯烃与 C2-C5 及混合烃类增值利用项目建成投产，新增甲醇产能 150 万吨/年、新增烯烃产能 100 万吨/年、新增聚乙烯和聚丙烯产能 90 万吨/年，项目投产后公司聚乙烯和聚丙烯产品产能增加 75%，2024Q1 公司聚烯烃产能逐渐释放，一季度公司聚乙烯产/销量 28.72/29.53 万吨，同比+59.8%/+59.8%，聚丙烯产/销量 27.44/26.76 万吨，同比+64.6%/+50.9%；价格方面，2024Q1 聚乙烯/聚丙烯销售价格分别为 6923.59/6523.58 元/吨，同比-2.52%/-5.90%，但与此同时，2024Q1 气化原料煤平均采购单价 600.35 元/吨，同比-19%，较大程度上对冲了聚烯烃价格下降对业绩的影响。(2) 焦炭业务：产销量方面，2024Q1 公司焦炭产/销量为 171.94/174.95 万吨，同比+7%/+11%；价格方面，2024Q1 焦炭平均价格为 1532.57 元/吨，同比-14.46%，生产材料炼焦煤 2024Q1 平均采购单价为 1156.47 元/吨，同比-20.8%，相比焦炭价格下跌幅度更大，公司盈利保持韧性；近期冶金焦期货、现货市场情绪有所好转，部分焦企计划落实第三轮涨价，未来焦炭盈利有望进一步改善。

● 宁东三期成本优势逐渐凸显，内蒙烯烃项目贡献高成长未来可期

(1) 宁东三期项目成本优势逐渐凸显：宁东三期项目自 2023 年 9 月份投入试生产、2024 年 2 月份 EVA 装置开车以来，总体运行稳定，目前宁东二期项目烯烃毛利约 3400 元/吨，宁东三期项目烯烃毛利约 3550 元/吨，增效初步显现，伴随项目试生产期结束，生产负荷有望进一步提高，成本优势亦将逐渐凸显。(2) 内蒙烯烃项目有望年内投产贡献增量：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自 2023 年 3 月启动建设以来，建设进度符合预期，项目计划于 2024 年 10 月建成并陆续投产。伴随重大项目持续推进，公司产能有望进一步释放，进而抬升利润中枢。(3) 煤炭产量有望进一步释放：2023 年公司煤炭权益产能合计新增 196 万吨/年，较 2022 年公司煤炭权益产能增加 24%。2023 年 8 月丁家梁煤矿取得《采矿许可证》，许可生产规模为 90 万吨/年，未来煤炭产量有望进一步释放。

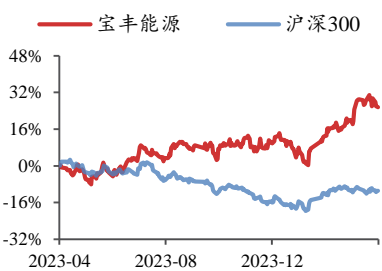
● 风险提示：产品价格下跌；原材料价格上涨；新建项目不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	40,695	54,265	65,582
YOY(%)	22.0	2.5	39.7	33.3	20.9
归母净利润(百万元)	6,303	5,651	8,556	12,362	14,848
YOY(%)	-10.9	-10.3	51.4	44.5	20.1
毛利率(%)	32.9	30.4	31.9	34.3	34.1
净利率(%)	22.2	19.4	21.0	22.8	22.6
ROE(%)	18.6	14.7	18.2	21.3	20.7
EPS(摊薄/元)	0.86	0.77	1.17	1.69	2.02
P/E(倍)	19.2	21.4	14.1	9.8	8.1
P/B(倍)	3.6	3.1	2.6	2.1	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《成本优势致盈利保持韧性，内蒙烯烃项目贡献高成长——公司信息更新报告》-2024.3.22

《Q3 盈利环比改善，宁东三期和内蒙项目贡献成长——公司三季报点评报告》-2023.11.14

《Q2 烯烃盈利修复，宁东三期和内蒙项目贡献成长——公司中报点评报告》-2023.8.31

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4497	3435	5407	5909	7763
现金	2158	1283	1793	2390	2889
应收票据及应收账款	71	26	109	72	147
其他应收款	65	63	116	123	166
预付账款	299	188	492	414	680
存货	1348	1292	2315	2328	3298
其他流动资产	556	583	583	583	583
非流动资产	53082	68195	88226	110012	127173
长期投资	0	1628	3255	4883	6510
固定资产	26412	41369	57578	75663	89796
无形资产	4664	5154	5825	6248	6654
其他非流动资产	22006	20045	21568	23219	24214
资产总计	57578	71630	93633	115921	134936
流动负债	11518	14313	28847	41356	49230
短期借款	0	470	11073	20184	24937
应付票据及应付账款	1678	1948	3006	3371	4357
其他流动负债	9840	11895	14768	17801	19936
非流动负债	12186	18780	17693	16441	13911
长期借款	10912	17524	16416	15174	12638
其他非流动负债	1274	1257	1278	1267	1272
负债合计	23704	33094	46540	57797	63141
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7286	7286	7286	7286
留存收益	19424	24050	30648	40770	53491
归属母公司股东权益	33875	38537	47093	58125	71795
负债和股东权益	57578	71630	93633	115921	134936

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6626	8693	13049	19641	21686
净利润	6303	5651	8556	12362	14848
折旧摊销	1409	1814	2214	3037	3831
财务费用	234	327	894	1444	1792
投资损失	0	-39	0	0	0
营运资金变动	-1793	715	1408	2784	1206
其他经营现金流	474	225	-23	13	9
投资活动现金流	-11177	-14101	-22265	-24843	-21011
资本支出	9977	12842	20618	23196	19364
长期投资	-435	-1280	-1628	-1628	-1628
其他投资现金流	-765	21	-20	-20	-20
筹资活动现金流	4469	4769	-1137	-3305	-4966
短期借款	0	470	10603	9111	4753
长期借款	6551	6612	-1108	-1242	-2536
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	18	0	0	0
其他筹资现金流	-2082	-2331	-10632	-11175	-7184
现金净增加额	-81	-637	-10353	-8507	-4292

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28430	29136	40695	54265	65582
营业成本	19084	20279	27708	35663	43219
营业税金及附加	412	467	652	869	1050
营业费用	72	86	102	136	164
管理费用	676	769	1074	1432	1731
研发费用	151	431	216	288	348
财务费用	234	327	894	1444	1792
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	20	55	38	46	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	39	0	0	0
资产处置收益	-102	-78	-20	-20	-20
营业利润	7720	6786	10111	14467	17312
营业外收入	6	7	6	6	6
营业外支出	419	327	325	325	325
利润总额	7307	6467	9792	14148	16993
所得税	1005	816	1236	1786	2145
净利润	6303	5651	8556	12362	14848
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6303	5651	8556	12362	14848
EBITDA	9371	9428	12876	18596	22576
EPS(元)	0.86	0.77	1.17	1.69	2.02

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.0	2.5	39.7	33.3	20.9
营业利润(%)	-8.3	-12.1	49.0	43.1	19.7
归属于母公司净利润(%)	-10.9	-10.3	51.4	44.5	20.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	30.4	31.9	34.3	34.1
净利率(%)	22.2	19.4	21.0	22.8	22.6
ROE(%)	18.6	14.7	18.2	21.3	20.7
ROIC(%)	13.8	11.0	11.7	13.7	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.2	46.2	49.7	49.9	46.8
净负债比率(%)	40.4	54.0	65.7	66.9	57.4
流动比率	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	520.7	599.2	599.2	599.2	599.2
应付账款周转率	33.8	23.1	23.1	23.1	23.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.77	1.17	1.69	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.19	1.78	2.68	2.96
每股净资产(最新摊薄)	4.62	5.25	6.42	7.93	9.79
估值比率					
P/E	19.2	21.4	14.1	9.8	8.1
P/B	3.6	3.1	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	14.3	15.0	11.8	8.6	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn