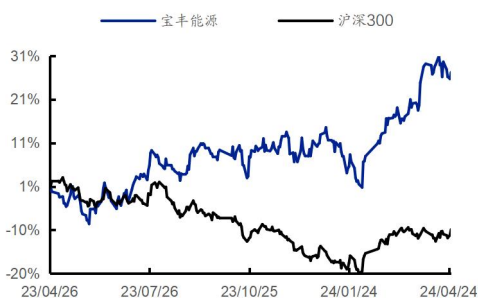


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

Q1 业绩同增，煤制烯烃盈利有望进一步提升

——宝丰能源（600989）2024年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/26		
表现	1M	3M	12M	
宝丰能源	6.2%	19.5%	27.1%	
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%	

市场数据		2024/04/26
当前价格(元)		16.67
52周价格区间(元)		11.91-17.33
总市值(百万)		122,247.11
流通市值(百万)		122,247.11
总股本(万股)		733,336.00
流通股本(万股)		733,336.00
日均成交额(百万)		547.35
近一月换手(%)		0.34

相关报告

《宝丰能源（600989）2023 年报点评：烯烃量利双增，新项目陆续投产看好成长性（买入）*化学原料*李永磊，董伯骏》——2024-03-22

《宝丰能源（600989）2023 年三季报点评：Q3 业绩环比大增，多个在建项目稳步推进（买入）*化学原料*李永磊，董伯骏》——2023-10-30

《宝丰能源（600989）2023 中报点评：焦炭价格下行拖累 Q2 业绩，油价成本支撑下煤制烯烃盈利持续修复（买入）*化学原料*李永磊，董伯骏》——2023-08-30

事件：

2024 年 4 月 26 日，宝丰能源发布 2024 年第一季度报告：公司 2024Q1 实现营收 82.27 亿元，同比+22.19%，环比-5.82%；实现归母净利润 14.21 亿元，同比+19.89%，环比-19.26%；ROE 为 3.62%，同比增加 0.18 个百分点，环比下降 1.05 个百分点。销售毛利率 28.72%，同比增加 0.97 个百分点，环比减少 2.21 个百分点；销售净利率 17.27%，同比减少 0.33 个百分点，环比减少 2.88 个百分点。

投资要点：

■ 三期烯烃及 EVA 项目贡献利润，煤价下行烯烃盈利进一步上升

2024Q1，公司实现营收 82.27 亿元，同比+14.94 亿元，环比-5.08 亿元；归母净利润 14.21 亿元，同比+2.36 亿元，环比-3.39 亿元；毛利润 23.63 亿元，同比+4.94 亿元，环比-3.39 亿元。公司营收及毛利润同比增加，主要系烯烃三期项目及 EVA 项目投产，产品销量增长。2024Q1，公司聚乙烯销量为 29.53 万吨，同比+59.79%；聚丙烯销量为 26.76 万吨，同比+50.93%；EVA 销量为 1.32 万吨，营收为 1.21 亿元。烯烃业务方面，一季度气化原料煤价格大幅下降，而受到原油价格高位震荡影响聚烯烃价格基本维持，煤制聚乙烯及聚丙烯价差扩大。公司一季度气化原料煤采购均价为 600.35 元/吨，同比下降 19%，聚乙烯销售均价为 6923.59 元/吨，同比下降 2.52%，聚丙烯销售均价为 6523.58 元/吨，同比-5.90%。但受到焦煤及焦炭价格下降影响，焦化业务盈利承压影响一季度利润。公司一季度焦炭销售均价为 1532.57 元/吨，同比下降 14.46%，焦炭销量为 174.95 万吨，同比增长 11.04%。

期间费用方面，2024Q1 公司销售费用为 0.20 亿元，同比+0.03 亿元，环比-0.07 亿元；管理费用为 2.20 亿元，同比+0.41 亿元，环比-0.40 亿元；研发费用为 0.97 亿元，同比+0.68 亿元，环比+0.18 亿元；财务费用为 1.60 亿元，同比+1.10 亿元，环比+0.06 亿元。2024Q1 公司营业外支出为 0.77 亿元，同比-0.52 亿元，环比+0.50 亿元，主要系慈善捐赠支出。

《宝丰能源(600989)点评报告:煤价下行烯烃盈利修复,内蒙项目打开成长空间(买入)*化学原料*李永磊,董伯骏》——2023-04-21

《宝丰能源(600989.SH)2022年报点评:Q4业绩短期承压,内蒙项目打开成长空间(买入)*化学原料*董伯骏,李永磊》——2023-03-13

2024年二季度以来,受到油价上涨影响,聚烯烃价格环比略有提升,而煤价维持前期下降后的低位运行,煤制烯烃价差大幅扩大。据wind数据,截至2024年4月25日,聚乙烯均价为8363元/吨,同比+1.48%,环比+1.50%,价差为4701元/吨,同比+14.64%,环比+12.38%;聚丙烯均价为7786元/吨,同比+4.58%,环比+1.57%,价差为4124元/吨,同比+24.79%,环比+14.27%;焦炭价格为1586元/吨,同比-19.87%,环比-21.09%,价差为-781元/吨,同比-331.90%,环比+11.95%。公司25万吨EVA项目于2024年2月开始试生产,二季度产销量有望进一步提升,贡献增量利润,叠加烯烃盈利能力提升,看好公司二季度业绩增长。

■ 多个项目有序推进,看好公司长期成长性

烯烃方面:2023年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,该项目是全球第一套利用中科院大连化物所第三代100万吨级DMTO装置的烯烃项目,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长75%。公司25万吨/年EVA装置于2024年2月初投入试生产。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2023年启动建设,当年建设进程过半。煤焦方面:2023年,经政府相关部门验收、核准,公司马莲台煤矿、红四煤矿共新增煤炭产能100万吨/年;公司参股的红墩子煤业公司240万吨/年红二煤矿建成投产,公司煤炭权益产能增加96万吨/年。2023年公司煤炭产能合计新增196万吨/年,增长24%。丁家梁煤矿项目取得采矿许可证。精细化工方面:公司20万吨/年苯乙烯项目建成投产,精细化工产能增长24%。随着新建项目、扩建项目的陆续投产,新的利润增长点不断形成,我们看好公司长期成长性。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为357、558、566亿元,归母净利润分别为80、141、160亿元,对应PE分别15.23、8.69、7.64倍,公司是煤制烯烃龙头企业,多项目有序推进,看好公司成长性,维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险;产能投放不及预期;产品价格波动风险;原材料价格波动的风险;未来需求下滑;新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	29136	35744	55833	56560
增长率(%)	2	23	56	1
归母净利润（百万元）	5651	8025	14073	15997
增长率(%)	-10	42	75	14
摊薄每股收益（元）	0.77	1.09	1.92	2.18
ROE(%)	15	18	26	25
P/E	19.18	15.23	8.69	7.64
P/B	2.81	2.75	2.27	1.92
P/S	3.72	3.42	2.19	2.16
EV/EBITDA	14.26	11.56	7.00	6.20

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 宝丰能源主要产品季度经营数据 (产量/销量: 万吨; 营收: 亿元; 均价: 元/吨)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
聚乙烯产量	18.06	18.63	18.05	19.33	18.33	18.79	16.05	17.52	17.97	15.63	21.33	29.02	28.72
聚乙烯销量	18.34	17.79	17.19	20.47	18.19	18.92	16.47	16.83	18.48	15.66	19.58	29.53	29.53
聚乙烯营收	12.98	12.88	12.44	15.78	13.96	14.58	11.92	12.09	13.12	11.02	14.11	20.71	20.45
聚乙烯均价	7079.50	7239.31	7237.96	7709.25	7677.28	7703.53	7236.42	7184.84	7101.59	7039.37	7208.62	7013.29	6923.59
聚丙烯产量	12.04	15.23	17.46	17.77	16.89	17.13	15.59	16.95	16.67	14.96	17.90	25.35	27.44
聚丙烯销量	13.00	13.67	16.65	19.10	15.98	18.10	16.14	15.76	17.73	14.20	16.48	26.87	26.76
聚丙烯营收	9.77	10.48	12.64	14.90	11.97	13.99	11.71	11.12	12.29	9.45	11.02	18.12	17.46
聚丙烯均价	7514.52	7670.79	7590.53	7802.65	7488.76	7730.42	7258.21	7053.93	6932.45	6655.84	6684.40	6744.58	6523.58
EVA产量													2.53
EVA销量													1.32
EVA营收													1.21
EVA均价													9140.63
焦炭产量	113.45	116.12	109.48	115.54	116.98	153.38	180.04	174.58	160.53	179.32	177.45	180.73	171.94
焦炭销量	102.79	125.96	105.46	120.18	114.67	147.73	186.93	172.03	157.56	183.94	177.11	178.94	174.95
焦炭营收	17.64	21.02	23.60	27.00	25.89	36.07	33.07	31.82	28.23	25.26	26.24	30.12	26.81
焦炭均价	1716.61	1669.13	2237.82	2246.79	2258.11	2441.43	1769.15	1849.79	1791.66	1373.09	1481.71	1683.16	1532.57
纯苯产量	2.08	2.08	1.56	1.85	2.04	1.83	2.06	2.02	2.07	2.12	2.04	2.19	2.03
纯苯销量	2.09	2.08	1.52	1.87	2.05	1.86	2.03	2.04	2.02	2.09	0.47		0.80
纯苯营收	0.91	1.33	1.01	1.16	1.34	1.38	1.43	1.19	1.18	1.21	0.29		0.55
纯苯均价	4341.78	6367.38	6619.66	6187.47	6539.24	7388.20	7026.31	5825.25	5849.14	5795.53	6164.06		6954.97
改质沥青产量	2.70	2.53	2.89	2.62	2.74	3.38	3.17	2.67	3.05	3.38	2.91	3.08	3.47
改质沥青销量	2.66	1.88	2.66	3.19	1.94	3.54	3.36	3.35	2.25	4.18	2.53	3.44	2.81
改质沥青营收	0.81	0.71	1.25	1.63	1.01	1.88	1.85	2.23	1.48	1.80	1.10	1.61	1.20
改质沥青均价	3064.97	3793.42	4690.45	5121.36	5208.86	5302.62	5491.21	6649.33	6579.11	4303.23	4330.45	4677.89	4253.93
MTBE产量	2.44	2.41	2.50	2.39	2.49	2.50	2.41	2.21	2.41	2.18	2.70	2.69	2.72
MTBE销量	2.40	2.45	2.50	2.42	2.48	2.50	2.41	2.22	2.41	2.18	2.64	2.73	2.73
MTBE营收	1.07	1.31	1.28	1.30	1.57	1.73	1.65	1.38	1.52	1.46	1.82	1.66	1.63
MTBE均价	4452.91	5325.99	5109.05	5386.12	6317.00	6943.26	6864.74	6197.10	6295.41	6708.37	6907.06	6090.68	5958.26

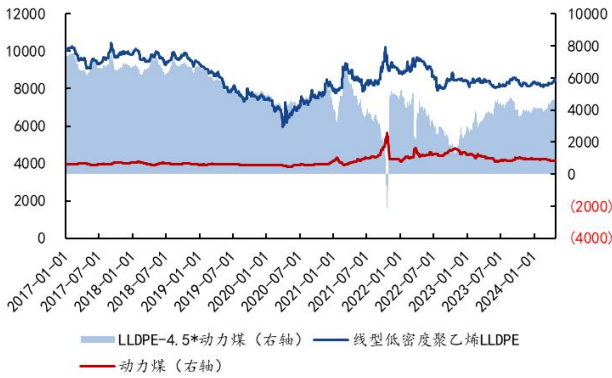
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况 (元/吨) (截至 2024/4/25)

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
聚乙烯	价格	8455	8434	8474	9252	9128	9276	8252	8491	8368	8241	8353	8242	8240	8363
	价差	5229	4740	4069	4846	3906	3846	2571	2033	3266	4101	4450	3932	4183	4701
聚丙烯	价格	8951	8748	8612	8678	8586	8721	8070	8048	7952	7445	7586	7720	7665	7786
	价差	5725	5054	4207	4273	3363	3291	2389	1590	2850	3305	3684	3410	3609	4124
焦炭	价格	2523	2409	3108	3307	2951	3370	2555	2526	2523	1979	1898	2142	2010	1586
	价差	837	326	-559	-325	-219	-569	-329	-550	-536	-181	-591	-882	-888	-781

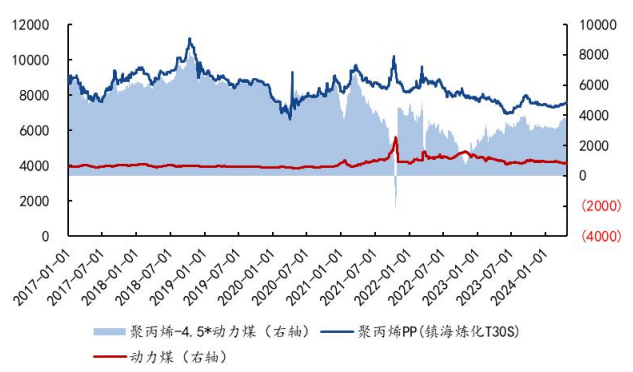
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 煤制聚乙烯价格价差情况 (元/吨)



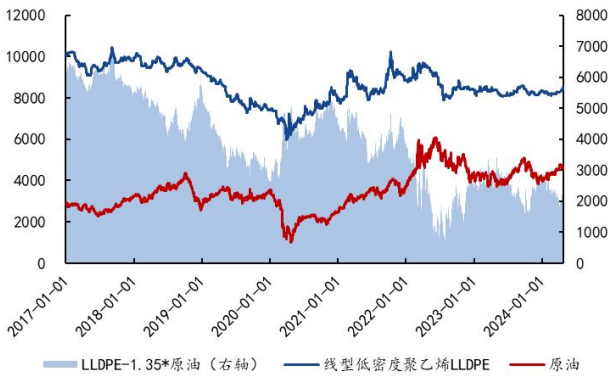
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 煤制聚丙烯价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 油制聚乙烯价格价差情况 (元/吨)



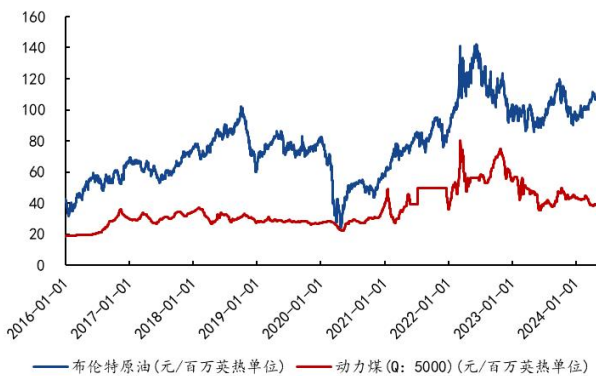
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 油制聚丙烯价格价差情况 (元/吨)



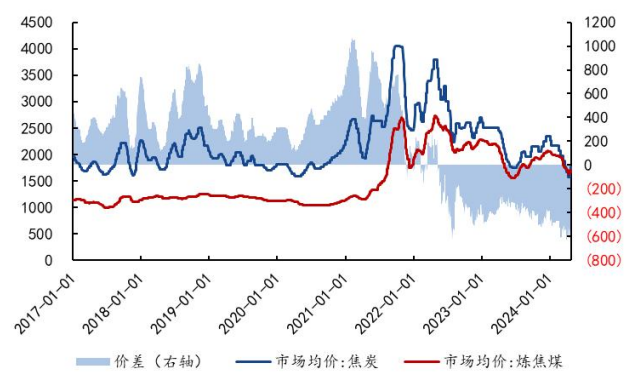
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 原油与煤炭价格对比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 焦炭价格价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：宝丰能源盈利预测表

证券代码:	600989				股价:	16.67	投资评级:	买入	日期:	2024/04/26
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	15%	18%	26%	25%	EPS	0.77	1.09	1.92	2.18	
毛利率	30%	34%	36%	38%	BVPS	5.25	6.06	7.33	8.66	
期间费率	4%	4%	3%	3%	估值					
销售净利率	19%	22%	25%	28%	P/E	19.18	15.23	8.69	7.64	
成长能力					P/B	2.81	2.75	2.27	1.92	
收入增长率	2%	23%	56%	1%	P/S	3.72	3.42	2.19	2.16	
利润增长率	-10%	42%	75%	14%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.41	0.43	0.58	0.56	营业收入	29136	35744	55833	56560	
应收账款周转率	1104.29	588.52	767.84	666.33	营业成本	20279	23733	35589	34807	
存货周转率	22.55	22.42	23.97	24.51	营业税金及附加	467	572	893	848	
偿债能力					销售费用	86	97	151	113	
资产负债率	46%	47%	44%	37%	管理费用	769	858	1396	1131	
流动比	0.24	0.25	0.35	0.33	财务费用	327	402	400	314	
速动比	0.14	0.13	0.22	0.20	其他费用/(-收入)	431	447	698	622	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	6786	9636	16706	18723	
现金及现金等价物	1283	1200	4007	3202	营业外净收支	-319	-380	-380	-230	
应收款项	26	61	73	85	利润总额	6467	9256	16326	18493	
存货净额	1292	1594	2329	2308	所得税费用	816	1231	2253	2497	
其他流动资产	833	1033	1187	1236	净利润	5651	8025	14073	15997	
流动资产合计	3435	3888	7595	6831	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	41369	46881	53212	57572	归属于母公司净利润	5651	8025	14073	15997	
在建工程	14389	18757	19836	20699	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	10810	11093	11478	11811	经营活动现金流	8693	11388	23905	19070	
长期股权投资	1628	2441	3662	4679	净利润	5651	8025	14073	15997	
资产总计	71630	83059	95782	101593	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	470	1528	1028	828	折旧摊销	1823	2688	3018	3301	
应付款项	1948	2183	3347	3238	公允价值变动	0	0	0	0	
合同负债	736	885	1309	1289	营运资金变动	806	-204	5876	-947	
其他流动负债	11159	11106	16296	15518	投资活动现金流	-14101	-14115	-12525	-10219	
流动负债合计	14313	15703	21980	20874	资本支出	-12822	-13337	-11360	-9258	
长期借款及应付债券	17524	21524	18524	15524	长期投资	-1280	-814	-1221	-1017	
其他长期负债	1257	1397	1536	1690	其他	0	36	56	57	
长期负债合计	18780	22920	20060	17214	筹资活动现金流	4769	2644	-8573	-9656	
负债合计	33094	38623	42040	38087	债务融资	6429	5161	-3387	-3076	
股本	7333	7333	7333	7333	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	38537	44435	53742	63505	其它	-1660	-2516	-5186	-6580	
负债和股东权益总计	71630	83059	95782	101593	现金净增加额	-637	-83	2807	-805	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。