

评级：买入（维持）

市场价格：16.99元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,333
流通股本(百万股)	7,333
市价(元)	16.99
市值(百万元)	124,594
流通市值(百万元)	124,594

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 【公司点评】Q3 烯烃量价齐升，增量兑现成长可期 (20231103)
- 【公司点评】产品盈利拐点至，产能扩张东风起 (20230903)
- 【公司点评】淡季凸显盈利韧性，看好公司高成长性 (20221029)

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	39,883	57,646	60,837
增长率 yoy%	22%	2%	37%	45%	6%
归母净利润(百万元)	6,303	5,651	8,773	13,988	14,758
增长率 yoy%	-11%	-10%	55%	59%	6%
每股收益(元)	0.86	0.77	1.20	1.91	2.01
净资产收益率	19%	15%	19%	24%	21%
P/E	19.8	22.0	14.2	8.9	8.4
P/B	3.7	3.2	2.7	2.2	1.8

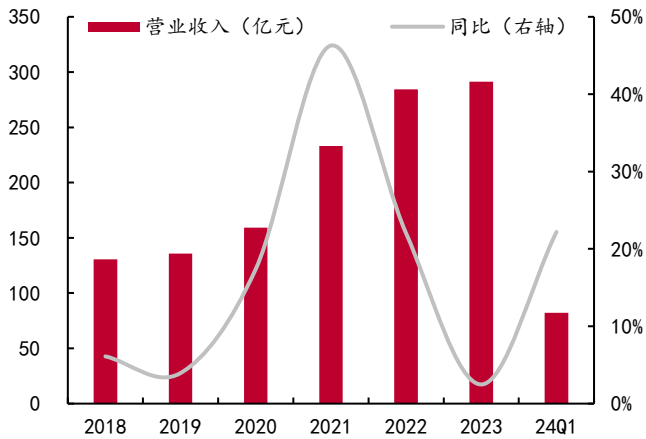
备注：股价取自 2024/5/17，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- **事件一**：3月21日，公司发布23年年报，全年实现营收291.36亿元，同比+2.48%；归母净利润56.51亿元，同比-10.34%；扣非归母净利润59.49亿元，同比-11.46%；其中Q4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%，扣非归母净利润18.03亿元，同比+85.53%，环比+5.45%。
- **事件二**：4月25日，公司发布24年一季报，24Q1实现营收82.27亿元，同比+22.19%，环比-5.82%；归母净利14.21亿元，同比+19.89%，环比-19.26%；扣非归母净利14.82亿元，同比+15.79%，环比-17.82%。
- **烯烃**：以量补价同比增长，景气有望持续向好。2023年全年公司聚乙烯/聚丙烯实现收入59.0/50.9亿元，同比+12.2%/+4.3%；2024年Q1单季实现收入20.4/17.5亿元，环比-1.3%/ -3.7%。具体来看：产销方面，2023年全年聚乙烯/聚丙烯产量为84.0/74.9万吨，同比+18.8%/+12.5%；销量为83.3/75.3万吨，同比+18.2%/+14.1%；2024年Q1单季聚乙烯/聚丙烯产量为28.7/27.4万吨，环比-1.0%/+8.2%；销量分别为29.5/26.8万吨，环比持平/-0.4%，伴随宁东三期23年9月投，公司烯烃产销量整体再上新台阶。价格方面，根据wind，2023年全年聚乙烯/聚丙烯均价为8102/7545元/吨，同比-3.6%/ -8.8%；2024年Q1单季均价为8192/7369元/吨，环比+1.4%/ -2.3%。价差方面，2023年全年聚乙烯/聚丙烯价差分别为3524/2967元/吨，同比+20.2%/+6.0%；2024年Q1单季价差分别为4023/3200元/吨，环比+13.3%/+5.9%，煤价较2023年末略有下降，烯烃盈利有所恢复。整体来看，2023年烯烃终端需求复苏不及预期，产品价格同比走弱，公司宁东三期投产以量补价实现了烯烃板块业绩的正增长。向2024展望，在海外降息预期与国内宏观调控政策持续发力的双重作用下，烯烃需求有望不断向好，同时煤油价差的扩增也为煤制烯烃带来充足的盈利弹性空间。
- **焦炭**：焦炭市场盈利承压，铁水修复或迎来回暖。2023年全年公司焦炭板块实现收入109.8亿元，同比-13.4%；2024年Q1单季实现收入26.8亿元，环比-11.0%。具体来看：产销方面，2023年全年焦炭产量和销量分别为698.0和697.6万吨，同比+11.7%和+12.3%；2024年Q1单季产量和销量分别为171.9和175.0万吨，环比-4.9%和-2.2%。价格方面，根据wind，2023年全年焦炭2450元/吨，同比-20.4%；2024年Q1单季2330元/吨，环比-8.0%。价差方面，2023年全年焦炭价差165元/吨，同比-43.2%；2024年Q1单季-4元/吨，处于亏损状态。根据wind，2024年Q1我国247家高炉开工率环比下降4.0pct、日均铁水产量环比下降13.7万吨。在成本上涨与需求低迷的双重不利影响下，焦炭市场盈利承压。近期随着钢厂铁水产量逐步提升且五一后焦炭企业将进行第四轮提价，盈利或将迎来修复。长期来看，随着山西逐步淘汰4.3米及以下焦炉产能，焦炭供给侧格局有望持续优化。

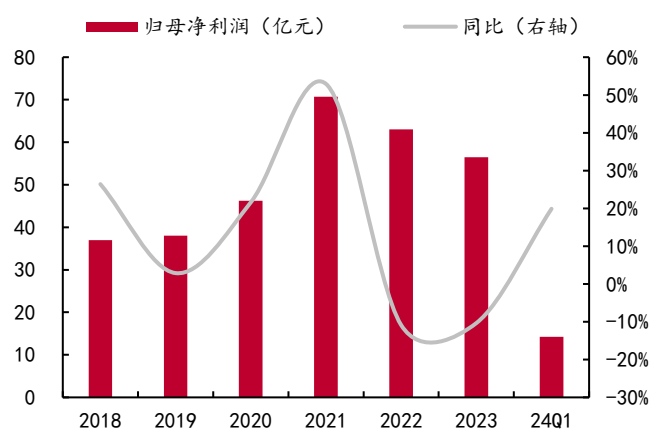
- **内蒙一期有序推进，产能释放成长凸显。**公司布局宁夏宁东和内蒙古鄂尔多斯两大基地，构筑“煤-焦-烯烃”一体化产业链。烯烃方面，宁东三期40万吨/年聚乙烯和50万吨/年聚丙烯装置于2023年9月建成投产，内蒙古一期按计划顺利推进，300万吨烯烃预期2024年投产。焦炭方面，公司六套干熄焦项目已全部投产，焦炭产品由湿熄焦全部转产为干熄焦，有望更好地满足下游钢企焦企的需求。煤矿方面，公司新核增马莲台煤矿产能40万吨/年和红四煤矿产能60万吨/年，在建丁家梁煤矿90万吨/年预期2024年投产，此外拥有宁夏红墩子煤业有限公司40%股权，煤矿权益产能192万吨，目前公司累计煤矿权益产能达1102万吨。其他方面，20万吨/年苯乙烯、25万吨/年EVA等项目先后建成投产，进一步丰富了公司产品矩阵。公司成长动能充足，未来伴随内蒙一期投产，盈利有望拾级而上。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内煤化工龙头企业，煤制烯烃规模全球领先，伴随内蒙一期产能的释放，未来成长性显著，由于产品价格的波动，我们调整公司的盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为87.73/139.88/147.58亿元（原2024-2025为100.62/147.22亿元），对应PE分别为14.20/8.91/8.44倍（对应2024/5/17收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价波动；产品价格大幅波动；下游需求不及预期；项目投产不及预期；信息更新不及时等。

图表 1: 24Q1 实现营收 82.3 亿元, 同比+22.2%



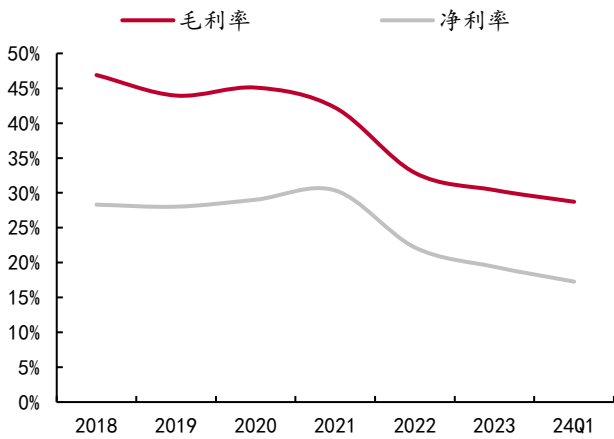
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 24Q1 实现归母净利润 14.2 亿元, 同比+19.9%



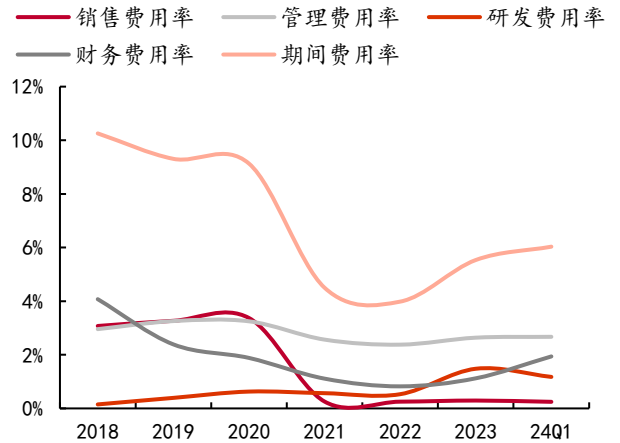
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 24Q1 实现毛利率 28.7%, 同比+1.0pct



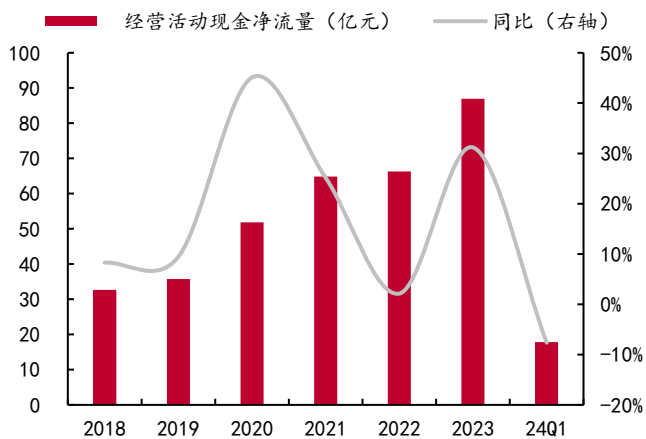
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 24Q1 期间费用率约 6.0%, 同比+1.9pct



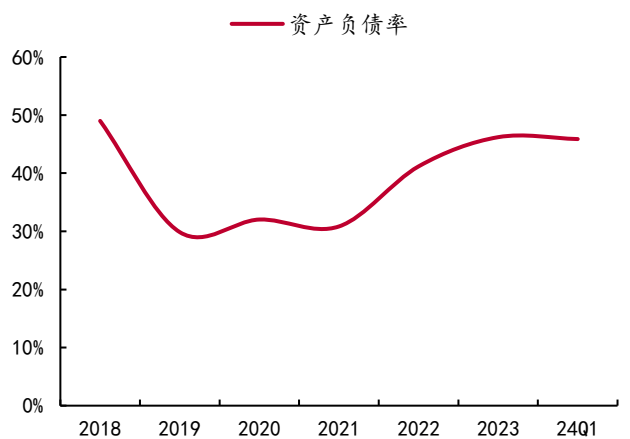
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 24Q1 经营活动产生的现金流量净额约 17.8 亿元, 同比-1.5 亿元



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 24Q1 末, 公司资产负债率约 45.9%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,283	1,595	2,306	2,433	营业收入	29,136	39,883	57,646	60,837
应收票据	0	0	0	0	营业成本	20,279	27,094	38,393	40,185
应收账款	26	59	90	98	税金及附加	467	598	778	897
预付账款	188	251	355	372	销售费用	86	120	144	167
存货	1,292	1,726	2,446	2,561	管理费用	769	957	1,268	1,399
合同资产	0	0	0	0	研发费用	431	199	231	274
其他流动资产	646	667	964	1,017	财务费用	327	439	346	572
流动资产合计	3,435	4,298	6,161	6,481	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	1,628	1,628	1,628	1,628	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	41,369	82,370	114,360	137,599	投资收益	39	13	13	13
在建工程	14,235	19,015	23,015	26,215	其他收益	55	38	46	42
无形资产	5,154	5,270	5,374	5,468	营业利润	6,786	10,429	16,448	17,304
其他非流动资产	5,810	6,271	6,779	7,337	营业外收入	8	7	7	7
非流动资产合计	68,195	114,553	151,155	178,247	营业外支出	327	340	348	355
资产合计	71,630	118,851	157,316	184,728	利润总额	6,467	10,096	16,107	16,956
短期借款	470	35,727	54,146	61,858	所得税	816	1,323	2,119	2,198
应付票据	849	1,084	1,459	1,447	净利润	5,651	8,773	13,988	14,758
应付账款	1,100	1,118	1,585	1,659	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,651	8,773	13,988	14,758
合同负债	736	1,007	1,456	1,537	NOPLAT	5,936	9,154	14,288	15,256
其他应付款	5,688	3,892	3,892	3,892	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	1.20	1.91	2.01
一年内到期的非流动负债	3,000	2,615	2,353	2,118					
其他流动负债	2,470	2,161	2,453	2,603					
流动负债合计	14,313	47,604	67,345	75,114	主要财务比率				
长期借款	17,524	24,268	31,148	38,164	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,257	1,135	1,046	968	营业收入增长率	2.5%	36.9%	44.5%	5.5%
非流动负债合计	18,780	25,403	32,194	39,132	EBIT增长率	-9.9%	55.1%	56.2%	6.5%
负债合计	33,094	73,008	99,539	114,246	归母公司净利润增长率	-10.3%	55.3%	59.4%	5.5%
归属母公司所有者权益	38,537	45,843	57,777	70,482	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	30.4%	32.1%	33.4%	33.9%
所有者权益合计	38,537	45,843	57,777	70,482	净利率	19.4%	22.0%	24.3%	24.3%
负债和股东权益	71,630	118,851	157,316	184,728	ROE (摊薄)	14.7%	19.1%	24.2%	20.9%
					ROA	8.7%	9.2%	10.1%	8.6%
					偿债能力				
					资产负债率	46.2%	61.4%	63.3%	61.8%
					债务权益比	57.7%	139.1%	153.5%	146.3%
					流动比率	0.2	0.1	0.1	0.1
					速动比率	0.1	0.1	0.1	0.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.3
					应收账款周转天数	1	0	0	1
					应付账款周转天数	16	15	13	15
					存货周转天数	23	20	20	22
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.77	1.20	1.91	2.01
					每股经营现金流	1.19	1.30	2.62	2.93
					每股净资产	5.25	6.25	7.88	9.61
					估值比率				
					P/E	22	14	9	8
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	18	15	11	10

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。