

宝丰能源 (600989)

证券研究报告
2024年08月13日

业绩大幅增长，新疆基地有望再造成长曲线

2024年上半年公司实现归母净利润 33.05 亿，同比+46.44%

2024年上半年公司实现营业收入 168.97 亿元，同比+29.09%；实现归母净利润 33.05 亿，同比+46.44%；扣非归母净利润 35.16 亿元，同比+44.37%。其中 Q2 实现归母净利润 18.84 亿元，同比+75.8%，环比+32.6%。

量价齐升，烯烃盈利有望持续高位

销量方面：2024年上半年，公司聚烯烃销量大幅提升，其中聚乙烯销量 57.50 万吨，同比增长 68.4%，聚丙烯销量 57.22 万吨，同比增长 79.2%。新增 EVA 销量 7.16 万吨；焦炭销量 354.3 万吨，同比增长 3.7%。

煤价下跌，烯烃价差走阔：2024年上半年，内蒙古东胜坑口煤价 663 元/吨，同比-16%；PE 受二季度乙烯检修偏多的影响，叠加国内烯烃需求复苏，均价+3%，PP 均价-2%；烯烃价差走阔，根据我们的测算，上半年烯烃模拟价差 2770 元/吨，同比+33%。三季度受美国乙烯大范围检修的影响，库存或处于低位，对国内烯烃形成较强的价格支撑，煤制烯烃盈利有望保持在较好水平。

差异化路线，安全边际高：由于能源间的替代效应，煤油气的价格波动具有一定的联动性，长周期的价格走势基本一致。当前油煤比价处于历史 20% 分位值，长周期来看具有比较高的安全边际，对煤制烯烃行业盈利具有一定的托底作用。

内蒙项目稳定推进，新疆基地打开成长空间

内蒙项目顺利推进：资金配套方面，2024年5月内蒙子公司完成银团贷款业务办理；项目建设方面，7月1日动力装置1#锅炉顺利点火，完成了内蒙项目试车工作首个重大节点，首套装置将按计划于10月投入试生产。

新疆基地再造成长曲线：7月30日，新疆宝丰煤基新材料项目进行环评公示，项目包含4×100万吨/年甲醇制烯烃，3×65万吨/年PP、3×65万吨/年PE、25万吨/年1-丁烯、3万吨/年超高分子量聚乙烯，25万吨/年EVA、5万吨/年MMA/PMMA等。新疆地区由于运力限制，煤价低廉，我们采用新疆市场煤价（哈密）、坑口直输工厂的形式进行初步估算，不考虑DMTO代际优势下，新疆基地较宁夏仍有1500元/吨左右的净利润优势；若采用自有煤矿，成本优势更加显著。

盈利预测与估值：随着内蒙古项目的逐步投产，公司盈利有望再上台阶，维持公司2024/2025/2026年归母净利润预测84/140/150亿元，2024年8月13日市值对应PE分别为13/8/8倍，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险，产品和原料价格波动风险，行业竞争加剧风险，项目进展不及预期的风险，测算主观性风险

投资评级

行业	基础化工/化学原料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.35元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,333.36
流通A股股本(百万股)	7,333.36
A股总市值(百万元)	112,567.08
流通A股市值(百万元)	112,567.08
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	51.08
一年内最高/最低(元)	17.94/12.84

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《宝丰能源-季报点评:业绩同比改善, 烯烃受益煤价下跌》 2024-04-26
- 《宝丰能源-年报点评报告:业绩符合预期, 内蒙项目助力高速增长》 2024-03-22
- 《宝丰能源-季报点评:Q3业绩超预期, 新项目如期投产》 2023-10-28

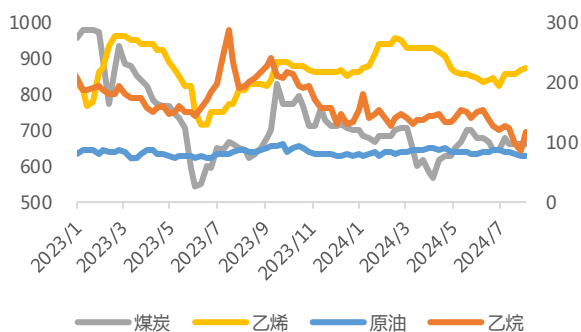
财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,429.85	29,135.51	39,332.94	55,066.12	60,572.73
增长率(%)	22.02	2.48	35.00	40.00	10.00
EBITDA(百万元)	9,630.18	9,362.23	13,655.69	20,384.79	21,595.93
归属母公司净利润(百万元)	6,302.50	5,650.61	8,381.63	13,992.15	14,961.60
增长率(%)	(10.86)	(10.34)	48.33	66.94	6.93
EPS(元/股)	0.86	0.77	1.14	1.91	2.04
市盈率(P/E)	17.86	19.92	13.43	8.05	7.52
市净率(P/B)	3.32	2.92	2.57	2.13	1.81
市销率(P/S)	3.96	3.86	2.86	2.04	1.86
EV/EBITDA	10.05	13.19	9.14	5.81	5.23

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 烯烃价差改善，Q3 有望维持高位

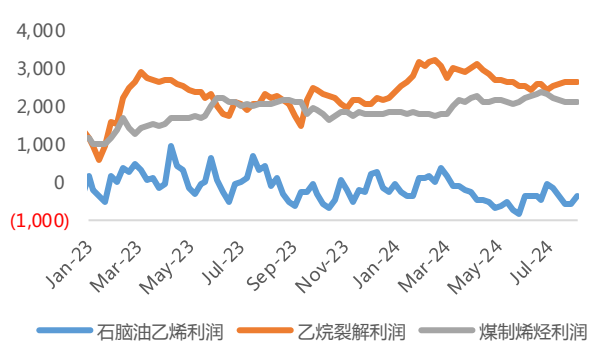
2024 年上半年，内蒙古东胜坑口煤价 663 元/吨，同比-16%；PE 受二季度乙烯检修偏多的影响，叠加国内烯烃需求复苏，均价+3%，PP 均价-2%；烯烃价差走阔，根据我们的测算，上半年烯烃模拟价差 2770 元/吨，同比+33%。其中二季度价差改善较为明显，根据模拟测算，价差平均达到 2952 元/吨，环比+14%。

图 1：价格：煤炭元/吨，乙烯乙烷 美元/吨，原油 美元/桶



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：不同工艺下烯烃盈利：元/吨



资料来源：wind，天风证券研究所

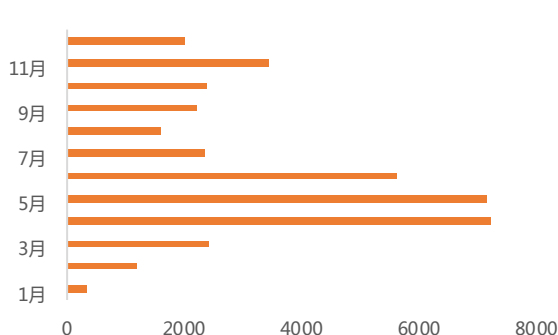
海内外检修偏多：

二季度国内炼厂逐步进入检修高峰期，根据隆众资讯数据统计，主营和地方炼厂的检修多集中在 4-6 月份，影响产能在 7000 万吨/月左右，处于年内高位；受此影响，东北亚乙烯检修在二季度同样处于高位，且从乙烯新产能来看，虽有部分装置投产计划，但多集中在年底投产，我们 q1-q3 预计落地产能有限，需求有望延续复苏，对烯烃市场形成底部支撑。

从海外来看，美国乙烯检修在三季度处于高位，多套装置受飓风影响不可抗力或计划内检修，造成美国乙烯供应短缺，价格大幅上涨，自 6 月以来，美国乙烯价格由 21.89 美分/磅上涨至 29.76 美分/磅，涨幅达到 36%，乙烯在 7 月份开工率下跌至 82%，预计 8-9 月难有效恢复，维持在 84%左右开工率水平，乙烯库存有望去化至年内最低水平。

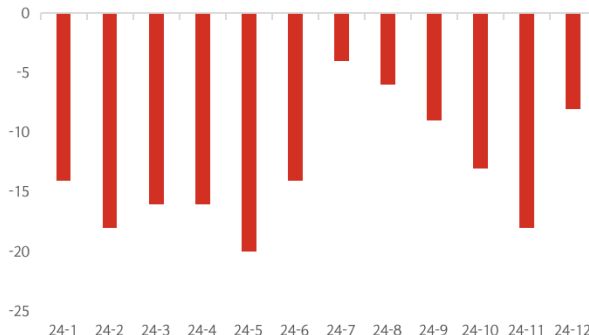
因此，受国内外乙烯基本面的支撑，近期在原油偏弱的背景下，东北亚乙烯价格不跌反涨，我们认为三季度煤制烯烃产业链的盈利仍有望保持在较好水平。

图 3：炼厂检修损失量：年化，万吨



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 4：2024 年东北亚乙烯检修损失量：月度，万吨



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

2. 能源价格联动，安全边际稳固

煤炭、石油、天然气价格波动具有同向性：由于能源间的替代效应，过去 20 多年来，煤油气的价格波动具有一定的联动性，长周期的价格走势基本一致。而烯烃行业生产路径多元化，煤油气三头并举，截至 2023 年，原油路径产能占比 71.6%/ 煤炭&MTO 占比 15.9%/ 轻烃占比 12.5%，原油路线占比高，主导烯烃产品定价，因此我们认为，煤油比价关系是决定煤制烯烃盈利水平的根本因素之一。

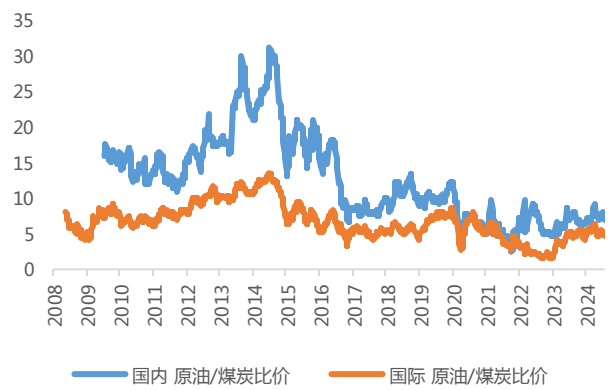
油煤比价处于低位：从 2008 年以来的历史比价关系来看，油煤价格比值处于历史 20%分位值，长周期来看具有比较高的安全边际，对煤制烯烃行业盈利具有一定的托底作用。

图 5：煤油气价格关系



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：油煤比价



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 布局新疆项目，再造成长曲线

开辟第三基地，再造成长曲线：2024 年 7 月，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目进行环境影响评价公众参与第一次公示，项目包括 4 × 280 万吨/年甲醇（含空分、气化、变换、净化、甲醇合成单元）、4 × 100 万吨/年甲醇制烯烃、4 × 110 万吨/年烯烃分离、3 × 65 万吨/年聚丙烯、3 × 65 万吨/年聚乙烯，1 套 25 万吨/年 C4 制 1-丁烯装置，1 套 29 万吨/年蒸汽裂解装置，1 套 3 万吨/年超高分子量聚乙烯装置，1 套 25 万吨/年 EVA 装置，1 套 5 万吨/年 MMA/PMMA 装置及配套的公用工程、辅助工程和储运设施等。

公司现有宁东，内蒙两大生产基地，其中宁东现主要有 210 万吨聚烯烃、25 万吨 EVA，700 万吨焦炭；内蒙基地 300 万吨聚烯烃计划今年 10 月投产；在此基础上，公司进一步布局新疆，规划 400 万吨烯烃再造成长曲线，是化工行业盈利稳定性强，成长性高的标的。

煤炭资源禀赋奠定新疆煤化工产业优势

现代煤化工产业是资源驱动型产业，重大项目建设多以煤炭为出发点，进而使得国内煤化工项目主要分布于西北、华北两大区域，呈现出“西多东少、北多南少、煤炭产区多消费市场少”的空间分布特征。新疆地区作为国内重要的煤炭产地，其煤炭资源预测储量 2.19 万亿吨，占全国煤炭预测储量的 40%；2022 年新疆煤炭产量为 4.12 亿吨，占国内总产量的 9.2%。

2017 年，国家发展改革委、工信部印发了《现代煤化工产业创新发展布局方案》的通知，规划布局内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，并且提出了“现代煤化工产业示范区优先毗邻大型煤炭基地一体化建设”的要求；在政策的支持下，同时得益于新疆煤炭品质优良、赋存条件好、开采成本低，是现代煤化工产业的优质原料，吸引了众多大型企业布局新疆，投资开发建设煤炭、煤电、煤化工项目。

新疆煤价低廉：据《煤炭经济研究》，新疆是我国第四大主力煤炭产区，疆煤外运量近年来快速增长，但运距远、运费高、运输能力受限是疆煤外运面临的突出问题，新疆市场煤价明显低于其它市场，2024 年以来，新疆哈密坑口煤均价较内蒙东胜坑口煤均价低 331 元/吨，假设烯烃产品 6 吨左右的动力煤和原料煤单耗，煤炭成本节约预计能够达到 1986 元/吨。

运输优势：

1) 烯烃运费抬升：假设从准东发运至北方港口，对比烯烃运输和煤炭运输资源使用的差异：从新疆准东至北方港口需要经过的铁路分别是将淖铁路、红淖铁路、临哈铁路、包兰铁路（其中临河至包头）、包神铁路以及神黄铁路，红淖铁路定价为 0.225 元/吨公里，其他铁路运输价格均按照行业平均铁路运价 0.18 元/吨公里假设。经过计算可得，单吨货物从准东运至北方港口的运费为 639 元/吨，相较于宁夏到北方港口，烯烃运费多出 400 元/吨左右。

2) 煤炭运费有望节约：参考兖矿在准东的煤制烯烃环评报告，若同样采用坑口煤的形式，煤炭运费将大量节省，当前宁东基地煤炭运费在 120-130 元/吨，新疆基地煤炭运费假设节约 100 元/吨，对应吨烯烃节省煤炭运费约 600 元。

表 1：准东-北方港口运费估算：

准东-北方港口运费估算	长度（千米）	运费（元/吨）
将淖铁路	430	77.4
红淖铁路	350	78.75
临哈铁路	1390	250.2
包兰铁路（其中临河至包头）	237	42.66
包神铁路	192	34.56
神黄铁路	864	155.52
单吨货物运费		639.09

资料来源：铁路建设规划，图灵剑，中国铁路网，煤文化公众号，国际煤炭网，天风证券研究所

备注：本测算不包含铁路货物的装卸费用；包兰铁路的临河至包头段为地图测算。

新疆项目有望贡献超额收益：我们采用新疆市场煤价（哈密）、坑口直输工厂的形式进行初步估算，不考虑DMTO代际优势下，新疆基地较宁夏仍有 1500 元/吨左右的净利润优势；若采用自有煤矿，成本优势更加显著。（以上仅为粗略估算，待具体环评文件披露后，以具体环评文件为准）

4. 风险提示

1) 安全生产风险：公司的化工产品生产及煤矿开采具有一定的危险性，在现代煤化工产品生产方面仍存在高温高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，在煤炭开采中也存在瓦斯、煤尘、水害、火灾等不安全因素。

2) 产品和原料价格波动风险：由于受国际局势影响，可能导致全球石油、天然气价格波动幅度增大，对公司产品价格造成不利影响。

3) 行业竞争加剧风险：行业内未来仍有一定的烯烃产能投放，或造成行业竞争加剧，产品价差收窄的风险；

4) 项目进展不及预期的风险：项目建设及审批仍具有一定的不确定性，或导致进展不及预期风险；

5) 测算主观性风险：当前公司对新疆项目尚未有更多的信息披露，当前测算多参考现有项目及行业惯例情况，具有一定主观性，实际盈利能力或与主观测算有一定差异。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,158.03	1,283.41	3,146.64	4,405.29	4,845.82
应收票据及应收账款	70.87	26.38	104.91	78.90	123.29
预付账款	298.62	187.64	436.25	392.96	540.96
存货	1,347.68	1,292.16	2,094.86	2,406.82	2,663.31
其他	621.40	645.52	692.87	714.79	717.11
流动资产合计	4,496.61	3,435.11	6,475.53	7,998.76	8,890.49
长期股权投资	0.00	1,627.52	1,627.52	1,627.52	1,627.52
固定资产	26,412.08	41,369.05	49,043.84	56,116.58	60,738.28
在建工程	16,589.45	14,388.79	10,194.39	10,097.20	8,048.60
无形资产	4,663.53	5,153.78	5,005.54	4,857.30	4,709.05
其他	5,416.65	5,656.06	5,634.55	5,613.03	5,612.74
非流动资产合计	53,081.71	68,195.19	71,505.84	78,311.62	80,736.20
资产总计	57,578.31	71,630.30	77,981.37	86,310.38	89,626.69
短期借款	0.00	470.23	4,504.27	1,212.94	254.51
应付票据及应付账款	1,678.02	1,948.32	2,704.42	3,479.54	3,485.29
其他	9,109.21	11,158.80	13,304.95	17,085.49	15,825.42
流动负债合计	10,787.23	13,577.35	20,513.65	21,777.97	19,565.22
长期借款	10,911.60	17,523.80	12,334.58	10,500.00	6,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,274.09	1,256.58	1,256.58	1,256.58	1,256.58
非流动负债合计	12,185.69	18,780.38	13,591.17	11,756.58	7,756.58
负债合计	23,703.68	33,093.59	34,104.81	33,534.56	27,321.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	7,333.36	7,333.36	7,333.36	7,333.36	7,333.36
资本公积	7,267.77	7,285.99	7,285.99	7,285.99	7,285.99
留存收益	19,423.51	24,050.19	29,386.07	38,293.71	47,818.51
其他	(150.00)	(132.84)	(128.88)	(137.24)	(132.98)
股东权益合计	33,874.63	38,536.70	43,876.55	52,775.82	62,304.88
负债和股东权益总计	57,578.31	71,630.30	77,981.37	86,310.38	89,626.69

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,302.50	5,650.61	8,381.63	13,992.15	14,961.60
折旧摊销	1,454.16	1,814.22	2,667.84	3,172.70	3,575.13
财务费用	255.94	340.82	992.26	795.59	494.83
投资损失	0.00	(39.05)	(39.05)	(39.05)	(39.05)
营运资金变动	(3,014.59)	1,188.14	1,010.71	4,312.60	(1,705.23)
其它	1,628.16	(262.14)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	6,626.18	8,692.62	13,013.40	22,234.00	17,287.29
资本支出	12,608.03	16,679.32	6,000.00	10,000.00	6,000.00
长期投资	0.00	1,627.52	0.00	0.00	0.00
其他	(23,785.22)	(32,408.19)	(11,960.95)	(19,960.95)	(11,960.95)
投资活动现金流	(11,177.19)	(14,101.35)	(5,960.95)	(9,960.95)	(5,960.95)
债权融资	7,071.73	5,981.64	(2,147.43)	(5,921.51)	(5,453.26)
股权融资	(2,094.09)	(2,017.95)	(3,041.79)	(5,092.88)	(5,432.55)
其他	(508.54)	805.58	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	4,469.10	4,769.27	(5,189.22)	(11,014.39)	(10,885.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(81.91)	(639.46)	1,863.23	1,258.65	440.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,429.85	29,135.51	39,332.94	55,066.12	60,572.73
营业成本	19,084.29	20,278.99	26,018.74	34,581.52	38,948.26
营业税金及附加	411.93	466.56	629.86	881.80	969.98
销售费用	71.61	85.68	115.67	161.94	178.13
管理费用	675.96	768.83	1,037.92	1,453.09	1,598.40
研发费用	150.85	431.07	581.95	814.73	896.20
财务费用	233.91	327.03	992.26	795.59	494.83
资产/信用减值损失	(0.05)	(8.00)	(3.32)	(3.32)	(3.32)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	39.05	39.05	39.05	39.05
其他	81.45	(39.62)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	7,719.88	6,785.91	9,992.27	16,413.17	17,522.64
营业外收入	6.30	7.40	0.00	0.00	0.00
营业外支出	418.80	326.52	400.00	400.00	400.00
利润总额	7,307.39	6,466.79	9,592.27	16,013.17	17,122.64
所得税	1,004.88	816.17	1,210.64	2,021.02	2,161.04
净利润	6,302.50	5,650.61	8,381.63	13,992.15	14,961.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	6,302.50	5,650.61	8,381.63	13,992.15	14,961.60
每股收益(元)	0.86	0.77	1.14	1.91	2.04

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	22.02%	2.48%	35.00%	40.00%	10.00%
营业利润	-8.32%	-12.10%	47.25%	64.26%	6.76%
归属于母公司净利润	-10.86%	-10.34%	48.33%	66.94%	6.93%
获利能力					
毛利率	32.87%	30.40%	33.85%	37.20%	35.70%
净利率	22.17%	19.39%	21.31%	25.41%	24.70%
ROE	18.61%	14.66%	19.10%	26.51%	24.01%
ROIC	20.62%	14.76%	17.87%	26.82%	26.87%
偿债能力					
资产负债率	41.17%	46.20%	43.73%	38.85%	30.48%
净负债率	36.98%	51.15%	38.04%	19.53%	7.88%
流动比率	0.39	0.24	0.32	0.37	0.45
速动比率	0.27	0.15	0.21	0.26	0.32
营运能力					
应收账款周转率	520.67	599.17	599.17	599.17	599.17
存货周转率	24.85	22.07	23.23	24.46	23.89
总资产周转率	0.56	0.45	0.53	0.67	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.86	0.77	1.14	1.91	2.04
每股经营现金流	0.90	1.19	1.77	3.03	2.36
每股净资产	4.62	5.25	5.98	7.20	8.50
估值比率					
市盈率	17.86	19.92	13.43	8.05	7.52
市净率	3.32	2.92	2.57	2.13	1.81
EV/EBITDA	10.05	13.19	9.14	5.81	5.23
EV/EBIT	11.82	16.30	11.35	6.88	6.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com