

内蒙项目投产在即，新疆项目有望打开新空间

核心观点

- 业绩同比增长。**公司披露 2024 年中报，报告期内实现营业收入 168.97 亿元，同比增长 29.09%；实现归母净利润 33.05 亿元，同比增长 46.44%。2024 年二季度实现营业收入 86.70 亿元，同比增长 36.39%；实现归母净利润 18.84 亿元，同比增长 75.75%。收入快速增长的主要原因是公司聚烯烃产能释放，使得主要产品产销量提升。利润大幅增长的主要原因除了产品产销量提升以外，作为原料的炼焦煤、气化煤、动力煤等价格均出现明显下跌，使得产品毛利率提升。
- 内蒙项目投产在即。**公司内蒙聚烯烃项目共 300 万吨产能，目前已进入试车工作，计划于 10 月投入试生产。内蒙项目使用 DMTO 三代技术，单耗相比早期装置进一步降低。而且内蒙项目所在的鄂尔多斯比银川更靠近华北、华东等主要产品销售区域。因此预计内蒙项目的单位盈利比银川基地更高，投产后有望推动公司营收与利润实现大幅增长。
- 新疆规划打开新空间。**近日新疆准东经济技术开发区公开了《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》环评公示，项目包括 1120 万吨甲醇、400 万吨甲醇制烯烃及下游 195 万吨聚乙烯、195 万吨聚丙烯、25 万吨 1-丁烯、25 万吨 EVA、5 万吨 MMA/PMMA 等装置。我们在前期深度报告《新疆有望成为煤制烯烃新基地》中分析过，受益于显著低于疆外地区的煤炭价格，准东地区煤制烯烃具有极强的成本优势。如果公司新疆项目落地，有望获得比内蒙基地投产更加显著的成长。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年上半年行业情况，我们调整了公司产品与原料价格、主要产品的产销量、费用率。我们预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.11、1.72 和 1.84 元（原预测 1.11、1.77 和 1.93 元），可比公司 24 年平均 PE 为 13 倍，考虑到公司未来业绩增速高于可比公司，给予 30% 的溢价，对应目标价为 18.76 元，维持买入评级。

风险提示

- 煤炭价格大幅波动；聚烯烃需求下滑；项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	37,238	57,410	61,898
同比增长(%)	22.0%	2.5%	27.8%	54.2%	7.8%
营业利润(百万元)	7,720	6,786	9,662	14,754	15,756
同比增长(%)	-8.3%	-12.1%	42.4%	52.7%	6.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,303	5,651	8,164	12,613	13,489
同比增长(%)	-10.9%	-10.3%	44.5%	54.5%	6.9%
每股收益(元)	0.86	0.77	1.11	1.72	1.84
毛利率(%)	32.9%	30.4%	33.7%	33.3%	33.1%
净利率(%)	22.2%	19.4%	21.9%	22.0%	21.8%
净资产收益率(%)	19.5%	15.6%	19.1%	23.8%	20.8%
市盈率	17.9	19.9	13.8	8.9	8.3
市净率	3.3	2.9	2.4	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月13日）	15.35 元
目标价格	18.76 元
52 周最高价/最低价	17.63/12.62 元
总股本/流通 A 股（万股）	733,336/733,336
A 股市值（百万元）	112,567
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 08 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.37	-10.5	-7.36	12.83
相对表现%	3.63	-6.53	1.65	26.99
沪深 300%	-0.26	-3.97	-9.01	-14.16



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

四季度业绩环比提升，内蒙项目助力成长	2024-03-26
宝丰能源深度：布局绿氢高瞻远瞩	2023-03-13

表 1：可比公司估值（截止到 2024-8-13）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
万华化学	5.36	6.11	7.22	8.19	13.63	11.95	10.11	8.91
卫星化学	1.42	1.73	2.07	2.66	11.46	9.43	7.88	6.12
美锦能源	0.07	0.09	0.12	0.15	64.67	48.65	36.58	28.07
三峡能源	0.25	0.30	0.34	0.38	18.81	15.76	13.73	12.32
华鲁恒升	1.68	2.21	2.66	3.04	13.66	10.40	8.65	7.58
调整后平均						13.00	11.00	10.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,158	1,283	4,454	12,983	24,553	营业收入	28,430	29,136	37,238	57,410	61,898
应收票据、账款及款项融资	221	76	97	150	162	营业成本	19,084	20,279	24,701	38,303	41,390
预付账款	299	188	240	370	399	营业税金及附加	412	467	596	919	991
存货	1,348	1,292	1,574	2,441	2,637	营业费用	72	86	110	169	182
其他	471	596	613	657	666	管理费用及研发费用	827	1,200	1,534	2,364	2,549
流动资产合计	4,497	3,435	6,979	16,600	28,417	财务费用	234	327	634	889	1,039
长期股权投资	0	1,628	1,628	1,628	1,628	资产、信用减值损失	0	8	18	27	7
固定资产	26,412	41,369	79,762	101,280	108,920	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	16,227	14,235	0	0	4,480	投资净收益	0	39	39	39	39
无形资产	4,664	5,154	5,055	4,956	4,856	其他	(81)	(22)	(22)	(22)	(22)
其他	5,779	5,810	5,784	5,767	5,767	营业利润	7,720	6,786	9,662	14,754	15,756
非流动资产合计	53,082	68,195	92,228	113,630	125,651	营业外收入	6	7	7	7	7
资产总计	57,578	71,630	99,207	130,231	154,068	营业外支出	419	327	327	327	327
短期借款	0	470	470	470	470	利润总额	7,307	6,467	9,343	14,435	15,437
应付票据及应付账款	1,678	1,948	2,373	3,680	3,977	所得税	1,005	816	1,179	1,822	1,948
其他	9,840	11,895	12,099	12,609	12,722	净利润	6,303	5,651	8,164	12,613	13,489
流动负债合计	11,518	14,313	14,943	16,759	17,169	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	10,912	17,524	36,007	53,418	64,618	归属于母公司净利润	6,303	5,651	8,164	12,613	13,489
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.86	0.77	1.11	1.72	1.84
其他	1,274	1,257	1,257	1,257	1,257						
非流动负债合计	12,186	18,780	37,263	54,674	65,874	主要财务比率					
负债合计	23,704	33,094	52,206	71,433	83,043		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333	营业收入	22.0%	2.5%	27.8%	54.2%	7.8%
资本公积	6,968	6,986	7,286	7,286	7,286	营业利润	-8.3%	-12.1%	42.4%	52.7%	6.8%
留存收益	19,424	24,050	32,214	44,011	56,238	归属于母公司净利润	-10.9%	-10.3%	44.5%	54.5%	6.9%
其他	150	167	167	167	167	获利能力					
股东权益合计	33,875	38,537	47,000	58,797	71,025	毛利率	32.9%	30.4%	33.7%	33.3%	33.1%
负债和股东权益总计	57,578	71,630	99,207	130,231	154,068	净利率	22.2%	19.4%	21.9%	22.0%	21.8%
						ROE	19.5%	15.6%	19.1%	23.8%	20.8%
						ROIC	15.8%	11.5%	12.3%	13.5%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	41.2%	46.2%	52.6%	54.9%	53.9%
净利润	6,303	5,651	8,164	12,613	13,489	净负债率	37.0%	51.1%	74.5%	74.7%	61.3%
折旧摊销	1,385	1,800	3,232	4,918	5,896	流动比率	0.39	0.24	0.47	0.99	1.66
财务费用	234	327	634	889	1,039	速动比率	0.27	0.15	0.36	0.84	1.50
投资损失	0	(39)	(39)	(39)	(39)	营运能力					
营运资金变动	2,086	2,977	248	701	158	应收账款周转率	515.5	593.2	1,226.7	1,326.2	1,134.4
其它	(3,381)	(2,023)	18	27	7	存货周转率	16.7	15.4	17.2	19.1	16.3
经营活动现金流	6,626	8,693	12,257	19,111	20,549	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
资本支出	(12,402)	(14,859)	(27,274)	(26,326)	(17,918)	每股指标(元)					
长期投资	0	(1,628)	0	0	0	每股收益	0.86	0.77	1.11	1.72	1.84
其他	1,225	2,385	39	39	39	每股经营现金流	0.90	1.19	1.67	2.61	2.80
投资活动现金流	(11,177)	(14,101)	(27,235)	(26,287)	(17,879)	每股净资产	4.62	5.25	6.41	8.02	9.69
债权融资	7,485	6,102	18,483	17,411	11,200	估值比率					
股权融资	0	18	300	0	0	市盈率	17.9	19.9	13.8	8.9	8.3
其他	(3,016)	(1,351)	(634)	(1,706)	(2,301)	市净率	3.3	2.9	2.4	1.9	1.6
筹资活动现金流	4,469	4,769	18,149	15,705	8,899	EV/EBITDA	14.2	14.8	9.8	6.4	5.8
汇率变动影响	1	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.6	18.6	12.8	8.5	7.9
现金净增加额	(81)	(637)	3,171	8,529	11,570						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。