

宝丰能源 (600989.SH)

2023Q1 业绩环比改善，定增募资建设内蒙项目

买入

核心观点

公司 2023Q1 业绩环比改善。2023Q1 公司实现营收 67.33 亿元（同比+3.35%，环比-3.05%），归母净利润 11.85 亿元（同比-32.13%，环比+27.46%），扣非归母净利润 12.80 亿元（同比-32.14%，环比+31.69%），盈利水平较 2022Q4 环比改善。2023Q1 公司销售毛利率 27.75%（环比+6.46pct），净利率 17.60%（环比+4.21pct），主要由于 2023Q1 聚烯烃价差扩大，叠加焦炭价格在 2022Q4 未上涨后企稳。

聚烯烃需求回暖，原煤价格下降缓解成本端压力。焦化三期项目投产、叠加需求复苏使得公司焦炭及聚烯烃业务销量增加。2023Q1 公司焦炭销量 157.56 万吨（同比+37.4%，环比-9.16%），销售均价 1791.69 元/吨（同比-20.66%，环比-4.6%）；聚乙烯销量 18.48 万吨（同比+1.59%，环比+10%），销售均价 7102.26 元/吨（同比-7.49%，环比-1.15%）；聚丙烯销量 17.73 万吨（同比+10.95%，环比+12.22%），销售均价 6932.39 元/吨（同比-7.43%，环比-1.72%）。据 Wind 数据，2023Q1 内蒙古东胜原煤坑口价均价 905.77 元/吨（环比-10.94%），且截至 4 月 14 日，内蒙古东胜原煤坑口价为 782 元/吨，价格继续下跌。我们认为煤炭价格中枢下行将缓解公司成本端压力，看好二季度业绩进一步改善。

定增募资建设内蒙煤制烯烃项目，巩固龙头规模优势。公司公布定增预案，本次向特定对象发行股票的募集资金总额不超过 100 亿元，扣除发行费用后募集资金将用于投资建设“260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目（一期）”。总体项目总投资 478.11 亿元，其中一期项目计划投资 395.34 亿元，主要建设总体项目中的 3×220 万吨/年甲醇、2×100 万吨/年甲醇制烯烃、2×50 万吨/年聚丙烯、2×55 万吨/年聚乙烯等装置及相关配套公辅设施，项目建设期 48 个月，项目的实施主体为内蒙宝丰。本次发行募投项目所属总体项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是全球最大规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。项目建成投产后，含届时将投产的宁东三期烯烃项目在内，公司烯烃总产能将大幅提升至 520 万吨/年，若以烯烃产品 3000 元/吨毛利计算，有望贡献超过百亿利润，公司长期成长性值得关注。

风险提示：产品价格下跌风险；能耗双控等环保低碳政策收紧风险；项目投产不及预期风险；煤炭价格大幅波动风险。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 89.7/118.0/158.5 亿元，对应 EPS 为 1.22/1.61/2.16 元，对应当前股价 PE 为 10.6/8.0/6.0X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,300	28,430	33,399	39,694	53,701
(+/-%)	46.3%	22.0%	17.5%	18.8%	35.3%
净利润(百万元)	7070	6303	8968	11800	15846
(+/-%)	52.9%	-10.9%	42.3%	31.6%	34.3%
每股收益(元)	0.96	0.86	1.22	1.61	2.16
EBIT Margin	37.3%	28.3%	35.6%	38.8%	36.4%
净资产收益率(ROE)	23.0%	18.6%	23.2%	26.0%	29.5%
市盈率(PE)	13.4	15.1	10.6	8.0	6.0
EV/EBITDA	10.9	14.5	8.3	6.2	4.8
市净率(PB)	3.09	2.80	2.45	2.09	1.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980123040104

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.94 元
总市值/流通市值	94894/94894 百万元
52 周最高价/最低价	16.80/11.39 元
近 3 个月日均成交额	469.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宝丰能源(600989.SH)-Q4 业绩短期承压，在建产能充足助力煤制烯烃龙头稳健成长》——2023-03-14
- 《宝丰能源(600989.SH)-300 万吨/年烯烃项目环评获批，煤制烯烃龙头扬帆起航》——2022-11-25
- 《宝丰能源(600989.SH)-三季度景气下行业绩承压，煤制烯烃龙头稳健成长》——2022-10-30
- 《宝丰能源(600989.SH)-焦化投产助推 Q2 业绩新高，内蒙项目环评在即》——2022-08-10
- 《宝丰能源(600989.SH)-主营产品价格维持高位，Q1 业绩同比小幅增长》——2022-04-19

公司 2023Q1 业绩环比改善。2023Q1 公司实现营收 67.33 亿元（同比+3.35%，环比-3.05%），归母净利润 11.85 亿元（同比-32.13%，环比+27.46%），扣非归母净利润 12.80 亿元（同比-32.14%，环比+31.69%），盈利水平较 2022Q4 环比改善。2023Q1 公司销售毛利率 27.75%（环比+6.46pct），净利率 17.60%（环比+4.21pct），主要由于 2023Q1 聚烯烃价差扩大，叠加焦炭价格在 2022Q4 末上涨后企稳。公司凭借规模优势、产业链集中优势以及技术成本优势等，实现了稳健运营。

图1：营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

聚烯烃需求回暖，原煤价格下降缓解成本端压力。焦化三期项目投产、叠加需求复苏使得公司焦炭及聚烯烃业务销量增加。2023Q1 公司焦炭销量 157.56 万吨（同比+37.4%，环比-9.16%），销售均价 1791.69 元/吨（同比-20.66%，环比-4.6%）；聚乙烯销量 18.48 万吨（同比+1.59%，环比+10%），销售均价 7102.26 元/吨（同比-7.49%，环比-1.15%）；聚丙烯销量 17.73 万吨（同比+10.95%，环比+12.22%），销售均价 6932.39 元/吨（同比-7.43%，环比-1.72%）。纯苯、改质沥青和 MTBE 产量分别为 2.07 万吨、3.05 万吨和 2.41 万吨，同比分别+1.47%、11.31%和-3.21%。销售均价分别为 5849.53 元/吨、6588.28 元/吨和 6286.06 元/吨，同比分别-10.55%、+26.48%和-0.49%。据 Wind 数据，2023Q1 内蒙古东胜原煤坑口均价 905.77 元/吨（环比-10.94%），截至 4 月 14 日，内蒙古东胜原煤坑口价为 782 元/吨，价格继续下跌。我们认为煤炭价格中枢下行将缓解公司成本端压力，看好二季度业绩进一步改善。

图3：动力煤与无烟煤价格（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司主营产品价格（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

定增募资建设内蒙煤制烯烃项目，巩固龙头规模优势。同日，公司公布定增预案，

本次向特定对象发行股票的募集资金总额不超过 100 亿元，扣除发行费用后募集资金将用于投资建设“260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目（一期）”。总体项目总投资 478.11 亿元，其中一期项目计划投资 395.34 亿元，主要建设总体项目中的 3×220 万吨/年甲醇、2×100 万吨/年甲醇制烯烃、2×50 万吨/年聚丙烯、2×55 万吨/年聚乙烯等装置及相关配套公辅设施，项目建设期 48 个月，项目的实施主体为内蒙宝丰。本次发行募投项目所属总体项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是全球最大规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。项目建成投产后，含届时将投产的宁东三期烯烃项目在内，公司烯烃总产能将大幅提升至 520 万吨/年，若以烯烃产品 3000 元/吨毛利计算，有望贡献超过百亿利润，公司长期成长性值得关注。

投资建议：公司低成本煤制烯烃优势突出，规划建设项目投产节奏清晰，内蒙古项目环评即将获批，我们看好公司在“十四五”期间稳健的长期成长性。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 89.68/118/158.46 亿元，对应 EPS 为 1.22/1.61/2.16 元，对应当前股价 PE 为 10.6/8.0/6.0X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1451	2158	300	300	1351	营业收入	23300	28430	33399	39694	53701
应收款项	115	136	366	435	589	营业成本	13466	19084	19107	21700	30979
存货净额	940	1348	1582	1764	2608	营业税金及附加	352	412	460	554	743
其他流动资产	825	855	1002	1191	1611	销售费用	60	72	80	95	129
流动资产合计	3331	4497	3250	3690	6159	管理费用	598	676	1673	1736	2025
固定资产	31974	43002	63450	63025	65361	研发费用	133	151	183	211	283
无形资产及其他	4600	4664	3731	2798	1865	财务费用	259	234	1348	1560	1047
投资性房地产	4469	5417	5417	5417	5417	投资收益	(0)	0	1	0	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	44374	57578	75847	74930	78802	其他收入	(145)	(232)	(183)	(211)	(283)
短期借款及交易性金融负债	3019	3774	18415	10103	2000	营业利润	8421	7720	10551	13838	18496
应付款项	894	1678	1582	1764	2608	营业外净收支	(300)	(412)	(333)	(349)	(365)
其他流动负债	4063	6066	5194	5790	8526	利润总额	8121	7307	10217	13490	18132
流动负债合计	7976	11518	25191	17657	13135	所得税费用	1050	1005	1249	1690	2286
长期借款及应付债券	4361	10912	10682	10682	10682	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1347	1274	1274	1274	1274	归属于母公司净利润	7070	6303	8968	11800	15846
长期负债合计	5708	12186	11956	11956	11956	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	13684	23704	37147	29613	25090	净利润	7070	6303	8968	11800	15846
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(2)	0	0	0
股东权益	30690	33875	38700	45317	53712	折旧摊销	1313	119	4006	4786	5454
负债和股东权益总计	44374	57578	75847	74930	78802	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	259	234	1348	1560	1047
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2259)	1306	(1579)	338	2163
每股收益	0.96	0.86	1.22	1.61	2.16	其它	(1)	2	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.32	0.42	0.56	0.71	1.02	经营活动现金流	6125	7727	11395	16924	23463
每股净资产	4.18	4.62	5.28	6.18	7.32	资本开支	0	(11026)	(23521)	(3429)	(6857)
ROIC	22%	17%	20%	22%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	19%	23%	26%	30%	投资活动现金流	0	(11026)	(23521)	(3429)	(6857)
毛利率	42%	33%	43%	45%	42%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	28%	36%	39%	36%	负债净变化	(317)	6551	(230)	0	0
EBITDA Margin	43%	29%	48%	51%	47%	支付股利、利息	(2330)	(3059)	(4143)	(5183)	(7452)
收入增长	46%	22%	17%	19%	35%	其它融资现金流	(2464)	(2978)	14641	(8313)	(8103)
净利润增长率	53%	-11%	42%	32%	34%	融资活动现金流	(7762)	4006	10269	(13495)	(15554)
资产负债率	31%	41%	49%	40%	32%	现金净变动	(1637)	707	(1858)	0	1051
息率	2.5%	3.2%	4.4%	5.5%	7.9%	货币资金的期初余额	3087	1451	2158	300	300
P/E	13.4	15.1	10.6	8.0	6.0	货币资金的期末余额	1451	2158	300	300	1351
P/B	3.1	2.8	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	0	(2671)	(10652)	15165	17839
EV/EBITDA	10.9	14.5	8.3	6.2	4.8	权益自由现金流	0	902	2576	5487	8821

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032