

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

煤价下行烯烃盈利修复,内蒙项目打开成长空间

——宝丰能源(600989)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宝丰能源	-6.5%	8.1%	0.3%
沪深300	4.4%	-1.6%	1.0%

市场数据

当前价格(元)	14.03
52周价格区间(元)	11.39-16.80
总市值(百万)	102,887.04
流通市值(百万)	102,887.04
总股本(万股)	733,336.00
流通股本(万股)	733,336.00
日均成交额(百万)	218.02
近一月换手(%)	0.37

《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

《——宝丰能源(600989)点评报告:收购红墩子煤业40%股权,扩大煤炭自给优势(买入)*化学原料*李永磊,董伯骏》——2022-12-21

《——宝丰能源(600989)点评报告:内蒙项目获环评批复,烯烃产能有望大幅提升(买入)*化学原料*李永磊,董伯骏》——2022-11-25

《——宝丰能源(600989)点评报告:Q3业绩承压,内蒙古项目获生态环境部受理(买入)*化学原料*李永磊,董伯骏》——2022-10-31

事件:

2023年4月20日,宝丰能源发布2023年一季报:2023Q1实现营收67.33亿元,同比+3.35%,环比-3.05%;实现归母净利润11.85亿元,同比-32.13%,环比+27.46%。毛利率27.75%,同比-11.22pct,环比+6.46pct;净利率17.60%,同比-9.21pct,环比+4.21pct。

投资要点:

■ 煤炭价格下行, Q1 盈利能力修复

2023Q1公司实现营收67.33亿元,同比+3.35%,环比-3.05%;实现归母净利润11.85亿元,同比-32.13%,环比+27.46%。2023Q1,公司主要产品聚烯烃在前期大幅下降后基本稳定,而主要原材料煤炭价格大幅下降,盈利能力修复,净利润环比高增。2023Q1,公司聚乙烯均价7102元/吨,同比-7.50%,环比-1.16%,销量18.48万吨,同比+1.61%,环比+9.80%;聚丙烯均价6932元/吨,同比-7.43%,环比-1.72%,销量17.73万吨,同比+10.92%,环比+12.50%;焦炭均价1792元/吨,同比-20.66%,环比-3.14%,销量157.56万吨,同比+37.40%,环比-8.41%。原材料端,据wind数据,2023Q1动力煤(Q5500)均价1154元/吨,同比+6.48%,环比-19.11%;炼焦煤均价2213元/吨,同比+2.90%,环比+0.61%。公司2023Q1毛利率27.75%,同比-11.22pct,环比+6.46pct。

2023Q1公司经营活动现金流入净额为19.29亿元,同比增加39.52%,环比增加8.50%,主要系销售产品银行收款增加、票据收款减少影响。公司销售商品、提供劳务收到的现金67.09亿元,同比+28.46%,环比-24.17%;应收账款0.57亿元,较2022年12月31日减少19.15%。期间费用方面,2023Q1公司销售/管理/财务费用率分别为0.26%/2.66%/0.74%,同比-0.04/+0.25/-0.16pct,环比-0.04/+0.08/-0.11pct。

《宝丰能源 2022 年中报点评: 营收利润稳定增长, 在建项目有序推进 (买入)*化学原料*董伯骏, 李永磊》——2022-08-10

图 1: 分季度经营数据 (产量/销量:万吨; 营收:亿元; 均价:元/吨)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q4同比	2022Q4环比
聚乙烯产量	18.06	18.63	18.05	19.33	18.33	18.79	16.05	17.52	17.97	-1.96%	2.57%
聚乙烯销量	18.34	17.79	17.19	20.47	18.19	18.92	16.47	16.83	18.48	-1.61%	9.80%
聚乙烯营收	12.98	12.88	12.44	15.78	13.96	14.58	11.92	12.09	13.12	-6.01%	8.53%
聚乙烯均价	7079.50	7239.31	7237.96	7709.25	7677.28	7703.53	7236.42	7184.84	7101.59	-7.50%	-1.16%
聚丙烯产量	12.04	15.23	17.46	17.77	16.89	17.13	15.59	16.95	16.67	-1.29%	-1.65%
聚丙烯销量	13.00	13.67	16.65	19.10	15.98	18.10	16.14	15.76	17.73	10.92%	12.50%
聚丙烯营收	9.77	10.48	12.64	14.90	11.97	13.99	11.71	11.12	12.29	2.68%	10.56%
聚丙烯均价	7514.52	7670.79	7590.53	7802.65	7488.76	7730.42	7258.21	7053.93	6932.45	-7.43%	-1.72%
焦炭产量	113.45	116.12	109.48	115.54	116.98	153.38	180.04	174.58	160.53	37.23%	-8.05%
焦炭销量	102.79	125.96	105.46	120.18	114.67	147.73	186.93	172.03	157.56	37.40%	-8.41%
焦炭营收	17.64	21.02	23.60	27.00	25.89	36.07	33.07	31.82	28.23	9.02%	-11.29%
焦炭均价	1716.61	1669.13	2237.82	2246.79	2258.11	2441.43	1769.15	1849.79	1791.66	-20.66%	-3.14%
纯苯产量	2.08	2.08	1.56	1.85	2.04	1.83	2.06	2.02	2.07	1.41%	2.48%
纯苯销量	2.09	2.08	1.52	1.87	2.05	1.86	2.03	2.04	2.02	-1.23%	-0.98%
纯苯营收	0.91	1.33	1.01	1.16	1.34	1.38	1.43	1.19	1.18	-11.65%	-0.57%
纯苯均价	4341.78	6367.38	6619.66	6187.47	6539.24	7388.20	7026.31	5825.25	5849.14	-10.55%	0.41%
改质沥青产量	2.70	2.53	2.89	2.62	2.74	3.38	3.17	2.67	3.05	11.51%	14.23%
改质沥青销量	2.66	1.88	2.66	3.19	1.94	3.54	3.36	3.35	2.25	16.13%	-32.84%
改质沥青营收	0.81	0.71	1.25	1.63	1.01	1.88	1.85	2.23	1.48	46.68%	-33.55%
改质沥青均价	3064.97	3793.42	4690.45	5121.36	5208.86	5302.62	5491.21	6649.33	6579.11	26.31%	-1.06%
MTBE产量	2.44	2.41	2.50	2.39	2.49	2.50	2.41	2.21	2.41	-3.22%	9.05%
MTBE销量	2.40	2.45	2.50	2.42	2.48	2.50	2.41	2.22	2.41	-2.88%	8.56%
MTBE营收	1.07	1.31	1.28	1.30	1.57	1.73	1.65	1.38	1.52	-3.21%	10.28%
MTBE均价	4452.91	5325.99	5109.05	5386.12	6317.00	6943.26	6864.74	6197.10	6295.41	-0.34%	1.59%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 产品分季度价格价差 (元/吨)

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
聚乙烯	价格	8454.78	8433.63	8473.91	9251.85	9128.44	9275.82	8251.63	8491.30	8368.00
	价差	5117.68	4558.53	3313.59	3450.66	4253.29	3799.87	2609.76	2073.38	3176.75
聚丙烯	价格	8950.56	8747.80	8611.96	8675.00	8586.67	8720.88	8069.57	8048.37	7951.67
	价差	5613.46	4872.71	3451.63	2873.82	3711.52	3244.92	2427.69	1630.44	2760.42
焦炭	价格	2446.64	2381.75	3084.03	3268.77	2942.30	3378.04	2540.58	2519.50	2521.91
	价差	868.48	695.85	592.71	278.28	82.31	-35.60	-341.59	-405.40	-420.91

资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 油价支撑下烯烃价格震荡运行, 煤制烯烃价差修复

2023 年以来国内煤炭价格成震荡下行趋势。据 wind 数据, 截至 2023 年 4 月 21 日, 秦皇岛动力煤(Q:5500)价格为 1030 元/吨, 较年初下降 14.38%。供给端, 煤炭保供稳价政策持续, 2023 年 1-3 月全国原煤产量为 11.5 亿吨, 同比增加 5.5%; 进口煤炭 1.0 亿吨, 同比增长 96.1%。煤炭生产企业在确保安全的前提下有序释放先进产能, 原煤生产较快增长, 煤炭供给端得到有效保障。

2023 年 4 月以来, OPEC+ 多国宣布将实施约 166 万桶/日的自愿减产计划, 本次减产将从 5 月份开始持续至 2023 年底。其中沙特与俄罗斯各减产 50 万桶/日, 伊拉克、阿联酋、科威特等国合计减产约 66 万桶/日。受此影响, 原油价格预计将维持较高位震荡。据 wind 数据, 截至 2023 年 4 月 20 日, 布伦特原油期货结算价为 81.10 美元/桶, 较 3 月 31 日上涨 1.67%。

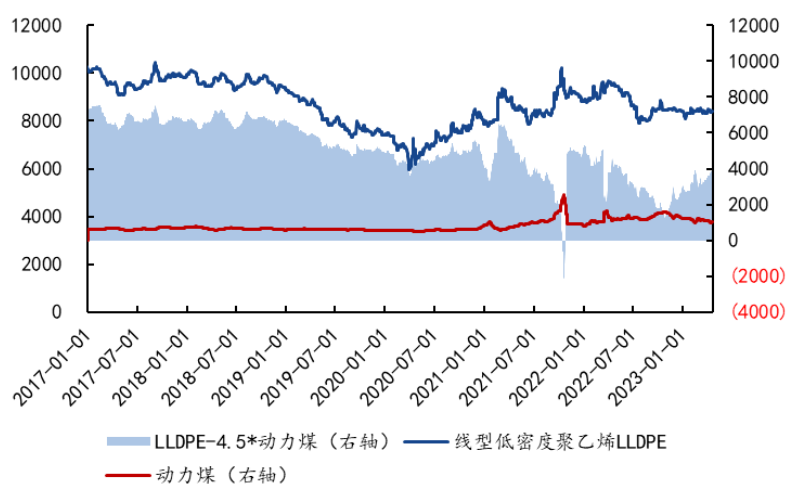
全球主要产能工艺路线为油制烯烃, 产品价格主要由原油价格决定。据 wind 数据, 截至 2023 年 4 月 20 日, 聚乙烯价格为 8400 元/吨, 年初以来价格相对平稳; 煤制聚乙烯价差为 3765 元/吨, 年初以来上涨 26.07%; 油制聚乙烯价差为 2819 元/吨, 煤制聚乙烯价格比油制聚乙烯价格高 946 元/吨。在石油价格支撑下, 烯烃价格有望维持, 随着煤炭价格下降, 煤制烯烃盈利有望恢复。

图 3: 原油与煤炭价格 (元/吨)



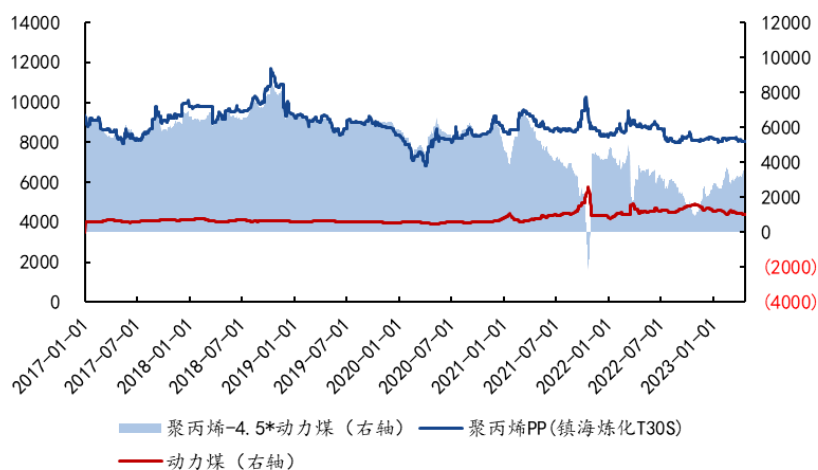
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 煤制 PE 价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 煤制 PP 价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 多个项目有序推进，看好公司长期成长性

公司 50 万吨/年煤制烯烃、50 万吨/年 C2-C5 综合利用制烯烃建设进程顺利，甲醇工段已具备投产条件，烯烃将于 2023 年年内投产。内蒙古宝丰煤基新材料有限公司一期 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已于 2023 年 3 月开工建设，预计将于 2024 年下半年投产，项目主要建设 660 万吨/年甲醇装置、300 万吨/年甲醇制烯烃装置、150 万吨/年聚丙烯装置、165 万吨/年聚乙烯装置，甲醇制烯烃核心装置采用 DMTO-III 代技术，可实现 2.65 吨纯甲醇转化为 1 吨烯烃的目标，进一步降低公司烯烃项目原料成本。宁夏三期及内蒙古项目全部建成后公司烯烃产能将达到 520 万吨/年，大幅公司提升盈利能力。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 79.83、109.02、170.45 亿元，EPS 为 1.09、1.49、2.32 元/股，对应 PE 为 12.89、9.44、6.04 倍，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28430	31939	39972	59239
增长率（%）	22	12	25	48
归母净利润（百万元）	6303	7983	10902	17045
增长率（%）	-11	27	37	56
摊薄每股收益（元）	0.86	1.09	1.49	2.32
ROE（%）	19	19	21	24
P/E	14.03	12.89	9.44	6.04
P/B	2.61	2.46	1.95	1.47
P/S	3.11	3.22	2.57	1.74
EV/EBITDA	12.35	9.45	7.77	4.72

资料来源：Wind 资讯、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:	14.03	投资评级:	买入	日期:	2023/04/20
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标					
ROE	19%	19%	21%	24%	EPS		0.86	1.09	1.49	2.32
毛利率	33%	36%	39%	41%	BVPS		4.62	5.71	7.19	9.52
期间费率	3%	4%	4%	4%	估值					
销售净利率	22%	25%	27%	29%	P/E		14.03	12.89	9.44	6.04
成长能力					P/B		2.61	2.46	1.95	1.47
收入增长率	22%	12%	25%	48%	P/S		3.11	3.22	2.57	1.74
利润增长率	-11%	27%	37%	56%						
营运能力					利润表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.59	营业收入		28430	31939	39972	59239
应收账款周转率	401.16	483.32	438.42	459.78	营业成本		19084	20387	24566	35241
存货周转率	21.10	22.31	23.11	23.90	营业税金及附加		412	463	580	859
偿债能力					销售费用		72	80	100	148
资产负债率	41%	39%	39%	31%	管理费用		676	767	919	1392
流动比	0.39	0.33	0.27	0.42	财务费用		234	454	604	556
速动比	0.25	0.20	0.15	0.24	其他费用/(-收入)		151	160	200	355
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润		7720	9555	12911	20552
现金及现金等价物	2158	2000	2000	2958	营业外净收支		-412	-380	-380	-380
应收款项	71	66	91	129	利润总额		7307	9175	12531	20172
存货净额	1348	1432	1730	2478	所得税费用		1005	1193	1629	3127
其他流动资产	920	1231	1257	1767	净利润		6303	7983	10902	17045
流动资产合计	4497	4729	5078	7331	少数股东损益		0	0	0	0
固定资产	26412	34216	35074	44869	归属于母公司净利润		6303	7983	10902	17045
在建工程	16589	19014	35093	37428	现金流量表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	10080	10612	10633	10909	经营活动现金流		6626	11101	15844	24217
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		6303	7983	10902	17045
资产总计	57578	68571	85878	100538	少数股东权益		0	0	0	0
短期借款	0	2935	5425	0	折旧摊销		129	2462	2233	3265
应付款项	1678	1573	2028	2814	公允价值变动		0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动		-174	-315	1565	2744
其他流动负债	9840	10020	11480	14733	投资活动现金流		-11177	-13699	-19691	-16229
流动负债合计	11518	14528	18933	17547	资本支出		-9977	-13699	-19691	-16229
长期借款及应付债券	10912	10912	12912	11912	长期投资		-435	0	0	0
其他长期负债	1274	1274	1274	1274	其他		-765	0	0	0
长期负债合计	12186	12186	14186	13186	筹资活动现金流		4469	2439	3847	-7031
负债合计	23704	26713	33119	30733	债务融资		8029	2935	4491	-6425
股本	7333	7333	7333	7333	权益融资		0	0	0	0
股东权益	33875	41857	52759	69804	其它		-3560	-495	-644	-605
负债和股东权益总计	57578	68571	85878	100538	现金净增加额		-81	-158	0	958

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

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

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

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

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

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

【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。