

2023年03月13日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 18.50

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/3/10)	15.41
上证指数(2023/3/10)	3230.08
股价 12 个月高/低	16.84/11.26
总发行股数(百万)	7333.36
A 股数(百万)	7333.36
A 市值(亿元)	1130.07
主要股东	宁夏宝丰集团有限公司 (35.57%)
每股净值(元)	4.62
股价/账面净值	3.34
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.5 12.5 -7.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.08.10	13.83	买进
2022.11.25	13.02	买进

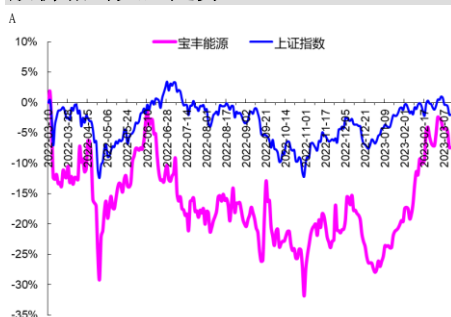
产品组合

焦化产品	35.7%
烯烃产品	28.1%
精细化工产品	38.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.2%
一般法人	24.4%

股价相对大盘走势



宝丰能源(600989.SH)

Buy 买进

Q4 业绩触底, 新项目打开成长空间

事件:

公司发布2022年年报, 2022年公司实现营收284.30亿元, yoy+22.02%, 归母净利润63.02亿元, yoy-10.86%, 低于预期。Q4单季实现营收69.45亿元, yoy-2.05%, qoq-31.52%, 归母净利润13.58亿元, yoy-14.31%, qoq-40.14%。

结论及点评:

2022年受成本上涨和需求减弱影响, 公司营收增长, 但毛利率下滑, 拖累业绩。随着疫情影响消退, 需求复苏, 能源成本价格回落, 公司利润有望修复。公司是国内煤制烯烃龙头企业, 成本优势明显, 技术水平领先, 在建项目丰富, 未来将迈向更高质量的绿色发展之路, 维持“买进”评级。

■ **成本挤压利润, 业绩同比下滑:** 2022年公司全年营收实现增长, 主要受益于焦化三期投产, 公司焦炭产能大幅增长, 焦炭板块营收。但公司全年业绩同比下滑, 主要是2022年公司产品价格涨幅不及原材料价格涨幅, 毛利率同比下滑 9.33pct 达 32.87%。据公司公告, 2022年公司主营产品聚乙烯平均售价为 7463 元/吨 (yoy+1.82%)、聚丙烯平均售价为 7395 元/吨 (yoy-3.43%)、焦炭平均售价为 2042 元/吨 (yoy+3.92%)、纯苯平均售价为 6681 元/吨 (yoy+14.90%)、改质沥青平均售价为 5711 元/吨 (yoy+34.56%)、MTBE 平均售价为 6592 元/吨 (yoy+29.99%)。原料端来看, 全球化石能源价格上涨, 公司成本大幅提升。2022年, 公司气化煤采购均价为 762 元/吨 (yoy+15.18%)、炼焦精煤采购均价 1657 元/吨 (yoy+39.95%)、动力煤采购均价 594 元/吨 (yoy+25.45%)。

■ **Q4 业绩触底, 看好后续利润修复:** Q4 单季, 公司业绩环比同比均下滑, 主要是 Q4 受原料价格上涨和需求减弱的挤压情况更加明显。根据公司经营数据, Q4 公司主营产品聚乙烯平均售价为 7183 元/吨 (qoq-0.73%)、聚丙烯平均售价为 7054 元/吨 (yoy-2.81%)、焦炭平均售价为 1849 元/吨 (yoy+4.56%)、纯苯平均售价为 5825 元/吨 (yoy-17.07%)、改质沥青平均售价为 6649 元/吨 (yoy+21.09%)、MTBE 平均售价为 6197 元/吨 (yoy-9.73%)。原料端 Q4 公司气化煤采购均价为 896 元/吨 (qoq+16.63%), 炼焦精煤采购价 1673 元/吨 (yoy+10.43%), 动力煤采购均价 803 元/吨 (qoq+45.01%)。受到原料价格上涨影响, 公司单季毛利环比下滑 8.50pct 至 21.29%。目前来看, 随着疫情影响逐渐消退, 需求恢复, 以及原料端价格回落, 公司业绩有望修复。据百川统计, 当前动力煤均价为 1004 元/吨, 较年初下降 4.03%。

■ **成本优势明显, 新建产能支撑中长期成长:** 公司是国内煤制聚烯烃领军企业, 单位产品成本、单位产品能耗位于行业最低水平。2022年公司烯烃二厂产品综合能耗同比下降 2.6 千克标准煤/吨聚烯烃, 创历史新低, 公司新晋产能有望保持成本优势, 增厚公司利润。公司目前聚乙烯、聚丙烯产量占全国煤制烯烃产量的约 10%。公司在建项目丰富, 2023年公司宁东三期 100 万吨/年煤制烯烃及 C2-C5 综合利用制烯烃项目预计投产, 公司聚乙烯产能将达到 85 万吨, 聚丙烯产能将达到 100 万吨, 还将新增 25 万吨 EVA 产能。内蒙一期 300 万吨煤制烯烃项目预计 2024 年建设完成, 是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃, 还将引入绿氢替代部

分化石能源。项目建成后公司烯烃总产能将达到 520 万吨/年，公司长期成长动能充足。

- **盈利预测：**考虑到公司业绩低于预期，我们下修 2023/2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年实现净利润 71.73/92.54/157.50 亿元，yoy+14%/+29%/70%，（前值 91.59/119.59 亿元，yoy+32%/+31%），折合 EPS 为 0.98/1.26/2.15 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/12/7 倍，估值合理，看好公司未来成长前景，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7,070	6,303	7,173	9,254	15,750
同比增减	%	52.95%	-10.86%	13.82%	29.01%	70.19%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.96	0.86	0.98	1.26	2.15
同比增减	%	52.95%	-10.86%	13.82%	29.01%	70.19%
A 股市盈率(P/E)	X	15.98	17.93	15.75	12.21	7.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.26	0.14	0.20	0.26	0.30
股息率 (Yield)	%	1.72%	0.91%	1.30%	1.69%	1.95%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23300	28430	36054	40352	58925
经营成本	13466	19084	25262	26949	37405
研发费用	133	151	191	214	313
营业税金及附加	352	412	522	585	854
销售费用	60	72	91	102	119
管理费用	598	676	857	959	1121
财务费用	259	234	297	332	388
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	8421	7720	8736	11149	18680
营业外收入	41	6	7	7	7
营业外支出	341	419	419	419	419
利润总额	8121	7307	8317	10730	18261
所得税	1050	1005	1144	1476	2511
少数股东损益			0	0	0
归属于母公司股东权益	7070	6303	7173	9254	15750

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1451	2158	5753	9754	14745
应收账款	38	71	74	78	82
存货	940	1348	1482	1631	1794
流动资产合计	3331	4497	8369	12595	17831
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	23630	26412	29053	31959	35154
在建工程	8344	16589	18248	20073	22081
非流动资产合计	41042	53082	57594	62544	67976
资产总计	44374	57578	65963	75139	85807
流动负债合计	7976	11518	13915	14895	10761
非流动负债合计	5708	12186	11000	9942	8993
负债合计	13684	23704	24915	24837	19754
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	30690	33875	41048	50302	66052
负债及股东权益合计	44374	57578	65963	75139	85807

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	6488	6626	7620	8763	10078
投资活动产生的现金流量净额	-5458	-11177	-6706	-6371	-6052
筹资活动产生的现金流量净额	-2730	4469	2681	1609	965
现金及现金等价物净增加额	-1702	-81	3595	4001	4990

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。