

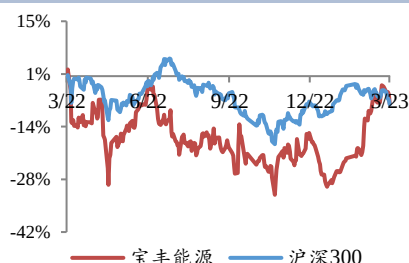
煤化工龙头业绩坚韧，内蒙项目延续高成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-10

收盘价（元） **15.41**
近 12 个月最高/最低（元） **16.94/11.34**
总股本（百万股） **7,333**
流通股本（百万股） **7,333**
流通股比例（%） **100.00**
总市值（亿元） **1,130**
流通市值（亿元） **1,130**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 1.收购宁夏红墩子煤业 40%股权，资源控制力提升 2022-12-22
- 2.内蒙古一期环评通过，成长性将逐步释放 2022-11-28
- 3.盈利韧性仍存，远期成长可期 2022-10-3

主要观点：

● 事件描述

2023 年 03 月 09 日晚，宝丰能源发布公司 2022 年报，全年实现营收 284.30 亿元，同比增加 22.02%，实现归母净利润 63.03 亿元，同比下降 10.86%；实现扣非净利润 67.19 亿元，同比下降 8.41%，基本每股收益 0.86 元。

● 全年盈利能力有明显韧性，2023 年成本下行与需求回升带来量利齐升

公司第四季度实现营收 69.45 亿元，同比下降 2.24%，环比下降 2.05%；归母净利 9.30 亿元，同比下降 46.93%，环比下降 31.52%；扣非净利润 9.72 亿元，同比下降 46.24%，环比下降 33.83%。环比下跌主要原因是气化原料煤和动力煤等公司主要原料价格环比有一定幅度的上升从而对成本端造成压力，同时宏观经济下行导致需求仍较弱，大部分产品价差有所收窄。四季度公司毛利率 21.29%，同比/环比下降 6.68pct/8.5pct；净利率 13.39%，同比/环比下降 11.28pct/5.76pct。尽管公司四季度环比有所下降，但从同行业来看公司的盈利韧性明显。全年来看，公司以量补价，成本管控突出，平抑周期性波动。

价格价差方面，根据公司经营数据披露，主要产品 PE/PP/焦炭/纯苯/改性沥青/MTBE 四季度均价（不含税）

7184.84/7053.93/1849.79/5825.25/6649.33/6197.10 元/吨，环比分别为 -0.71%/-2.81%/4.56%/-17.09%/ 21.09%/ -9.73%，由于需求转弱，烯烃价格整体处于下行区间，焦炭价格略增，纯苯等精细化工品价格分化。根据我们对市场价格的跟踪，主要产品价差聚乙烯(HDPE)-乙烯/聚乙烯(LLDPE)-乙烯/聚丙烯-丙烯/焦炭-精煤/MTBE-醚后 C4-甲醇季度环比分别为-11.10%/+10.51%/-37.36%/-2.63%/-14.05%。焦炭、烯烃、焦化、精细化工环节价差涨跌不一，受成本升高和需求较弱影响整体承压。公司原材料主要采购煤炭，煤炭价格对成本影响较大，四季度煤炭价格同比仍处于高位，环比有一定程度的提升，根据公司披露，2022 年全年气化原料煤/炼焦精煤/动力煤/煤焦油价格同比增长 15.18%/39.95%/25.45%/32.41%。

量方面，从公司披露的经营数据来看，焦炭的产量/销量环比三季度减少 5.46/14.9 万吨。其余产品方面量的环比基本持平。

费用控制方面，公司四季度销售费用占比环比上升 0.05pct，管理费用占比环比上升 0.01pct，财务费用占比环比下降 0.06pct，公司费用保持稳定。

2022 年底至 2023 年一季度以来，原料成本下降较为明显，根据百川盈孚，动力煤价格自 10 月以来已出现明显下跌，回到 2022 年中价格水平，

预计一季度成本端压力将显著下降。需求端，PE/PP 价格年初以来复苏不明显，由于与宏观经济联系紧密，预计 2023 年全年缓慢回升。我们看好公司在 2023 年成本下行及需求上行的共振带来盈利修复，同时宁夏三期将为公司带来增量。

● 内蒙一期项目落地，远期成长性充足

内蒙古 400 万吨/年煤制烯烃项目于 2022 年 11 月 23 日得到生态环境部关于一期 300 万吨项目环评报告书的批复，预示项目一期顺利落地，内蒙古一期项目是公司远期成长性的保障。该项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，烯烃总产能为 300 万吨/年，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。新项目烯烃单耗显著较原有项目降低。其次，内蒙古项目靠近煤炭原料资源丰富的内蒙古地区，显著降低原料运输成本。内蒙项目使公司平均烯烃成本进一步降低。项目仅 18 个月建成，预计于 2024 年下半年建成投产。项目建成后宝丰能源烯烃总产能将大幅提升，达到 520 万吨/年，远期成长性确定。同时，新增 40 万吨使用绿氢置换，宝丰集团长期布局绿氢产业，作为行业的先行者正带领行业走出一条绿色减碳发展之路，我们认为公司后续也有能力能够兼顾减碳及规模扩张。

● 投资建议

我们认为公司的规模优势和成本控制领先全行业，盈利情况远超市场平均水平，同时不断压缩成本，成为行业内标杆企业。宁夏三期及内蒙古项目一期落地将显著增加公司竞争力，未来成长空间广阔。由于聚烯烃竞争有所加剧且年初煤炭成本高于预期，我们调低 2023 年盈利预测，同时新增 2025 年盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 77.56、93.05、155.62 亿元（2023/2024 原预测值 102.40 亿元/133.95 亿元），同比增速为 23.1%、20.0%、67.2%。对应 PE 分别为 14.98、12.48、7.46 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建项目建设进度不及预期；
- (2) 原材料及产品价格大幅波动；
- (3) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28430	33802	34339	54251
收入同比 (%)	22.0%	18.9%	1.6%	58.0%
归属母公司净利润	6303	7756	9305	15562
净利润同比 (%)	-10.9%	23.1%	20.0%	67.2%
毛利率 (%)	32.9%	34.1%	39.5%	40.2%
ROE (%)	18.6%	18.6%	18.3%	23.4%
每股收益 (元)	0.86	1.06	1.27	2.12
P/E	14.03	14.98	12.48	7.46
P/B	2.61	2.79	2.28	1.75
EV/EBITDA	12.35	10.43	8.59	4.97

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4497	11550	18717	40829	营业收入	28430	33802	34339	54251
现金	2158	8088	16208	35196	营业成本	19084	22271	20788	32418
应收账款	71	26	80	97	营业税金及附加	412	483	502	785
其他应收款	65	144	107	227	销售费用	72	85	86	137
预付账款	299	442	403	593	管理费用	676	804	816	1290
存货	1348	1826	889	3358	财务费用	234	707	841	924
其他流动资产	556	1024	1029	1358	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	53082	60474	65290	70346	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	3	1	2
固定资产	26412	32504	36955	41929	营业利润	7720	9235	11067	18308
无形资产	4664	5144	5592	5923	营业外收入	6	24	24	18
其他非流动资产	22006	22825	22743	22494	营业外支出	419	358	373	383
资产总计	57578	72024	84007	111175	利润总额	7307	8901	10718	17943
流动负债	11518	12705	11470	17762	所得税	1005	1146	1413	2381
短期借款	0	0	0	0	净利润	6303	7756	9305	15562
应付账款	657	1086	336	1889	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	10861	11620	11134	15874	归属母公司净利润	6303	7756	9305	15562
非流动负债	12186	17688	21602	26916	EBITDA	8184	12299	14439	22221
长期借款	10912	16412	20323	25644	EPS (元)	0.86	1.06	1.27	2.12
其他非流动负债	1274	1277	1279	1272					
负债合计	23704	30394	33072	44678					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	7333	7333	7333	7333					
资本公积	7268	7268	7268	7268					
留存收益	19274	27029	36334	51896					
归属母公司股东权	33875	41630	50935	66497					
负债和股东权益	57578	72024	84007	111175					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力				
经营活动现金流	6626	11262	12914	23349	营业收入	22.0%	18.9%	1.6%	58.0%
净利润	6303	7756	9305	15562	营业利润	-8.3%	19.6%	19.8%	65.4%
折旧摊销	129	2292	2451	2848	归属于母公司净利	-10.9%	23.1%	20.0%	67.2%
财务费用	256	752	1011	1265	获利能力				
投资损失	0	-3	-1	-2	毛利率 (%)	32.9%	34.1%	39.5%	40.2%
营运资金变动	-174	63	-281	3168	净利率 (%)	22.2%	22.9%	27.1%	28.7%
其他经营现金流	6589	8095	10016	12903	ROE (%)	18.6%	18.6%	18.3%	23.4%
投资活动现金流	-11177	-10083	-7696	-8411	ROIC (%)	14.3%	14.1%	13.9%	17.5%
资本支出	-9977	-10057	-7669	-8376	偿债能力				
长期投资	-435	0	0	0	资产负债率 (%)	41.2%	42.2%	39.4%	40.2%
其他投资现金流	-765	-25	-27	-35	净负债比率 (%)	70.0%	73.0%	64.9%	67.2%
筹资活动现金流	4469	4751	2903	4049	流动比率	0.39	0.91	1.63	2.30
短期借款	0	0	0	0	速动比率	0.21	0.69	1.47	2.03
长期借款	6551	5500	3911	5321	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.52	0.44	0.56
资本公积增加	0	0	0	0	应收账款周转率	520.67	700.47	652.32	614.60
其他筹资现金流	-2082	-749	-1008	-1272	应付账款周转率	33.75	25.56	29.24	29.14
现金净增加额	-81	5930	8121	18987	每股指标 (元)				
					每股收益	0.86	1.06	1.27	2.12
					每股经营现金流薄)	0.90	1.54	1.76	3.18
					每股净资产	4.62	5.68	6.95	9.07
					估值比率				
					P/E	14.03	14.98	12.48	7.46
					P/B	2.61	2.79	2.28	1.75
					EV/EBITDA	12.35	10.43	8.59	4.97

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。