

评级：买入（维持）

市场价格：15.32元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,333
流通股本(百万股)	7,333
市价(元)	15.32
市值(百万元)	112,347
流通市值(百万元)	112,347

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】煤制烯烃穿越周期，内蒙项目加速成长（20240519）

【公司点评】Q3 烯烃量价齐升，增量兑现成长可期（20231103）

【公司点评】产品盈利拐点至，产能扩张东风起（20230903）

【公司点评】淡季凸显盈利韧性，看好公司高成长性（20221029）

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	39,333	57,106	60,308
增长率 yoy%	22%	2%	35%	45%	6%
归母净利润(百万元)	6,303	5,651	8,167	13,510	14,285
增长率 yoy%	-11%	-10%	45%	65%	6%
每股收益(元)	0.86	0.77	1.11	1.84	1.95
净资产收益率	19%	15%	18%	24%	21%
P/E	17.8	19.9	13.8	8.3	7.9
P/B	3.3	2.9	2.5	2.0	1.6

备注：股价取自 2024/8/19，每股指标按照最新股本数全面摊薄

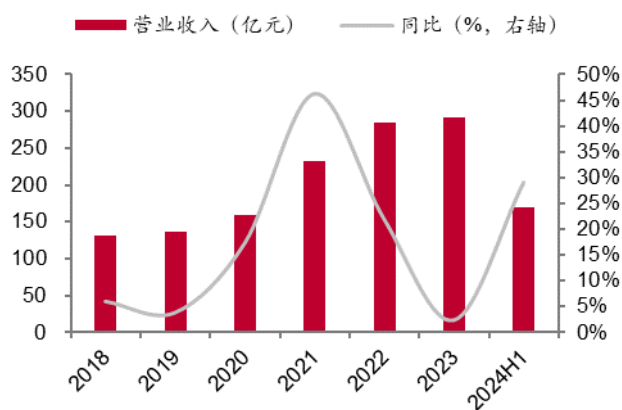
投资要点

- **事件：**8月12日，公司发布2024年半年度报告。2024年上半年，公司实现营收169.0亿元，同比+29.1%；实现归母净利33.0亿元，同比+46.4%；实现扣非归母净利润35.2亿元，同比+44.4%。其中Q2单季度实现营收86.7亿元，同比+36.4%，环比+5.4%；归母净利润18.8亿元，同比+75.8%，环比+32.6%，扣非归母净利润20.3亿元，同比+76.0%，环比+37.3%。
- **烯烃：产品价差扩大，盈利能力持续向好。**2024H1公司聚乙烯/聚丙烯实现收入40.9/38.2亿元，同比+69.3%/+75.5%；Q2单季收入20.4/20.7亿元，环比-0.1%/+18.5%。具体来看：产销方面，2024H1聚乙烯/聚丙烯产量为56.9/57.5万吨，同比+69.2%/+81.8%；销量为57.5/57.2万吨，同比+68.4%/+82.3%；2024年Q2单季聚乙烯/聚丙烯产量为28.1/30.1万吨，环比-2.0%/+9.5%；销量分别为28.0/30.5万吨，环比-5.3%/+13.8%，伴随宁东三期烯烃项目23年9月投产，公司烯烃产销量实现大幅度增长。价格方面，报告期内聚烯烃产品价格反弹上行，一季度受原油价格上涨等成本端支撑利好；二季度开始国内聚烯烃装置检修集中，产品供应偏紧，聚烯烃价格上涨。根据wind，2024H1聚乙烯/聚丙烯均价为8340/7482元/吨，同比+3.5%/-0.9%；2024年Q2单季均价为8486/7592元/吨，环比+3.6%/+3.0%。价差方面，2024H1聚乙烯/聚丙烯价差分别为4276/3417元/吨，同比+33.8%/+27.2%；2024年Q2单季价差分别为4524/3631元/吨，环比+12.5%/+13.5%，2024H1煤炭价格回落，烯烃盈利能力回升。
- **焦炭：焦炭市场需求承压，价格反弹力度有限。**2024上半年公司焦炭板块实现收入51.7亿元，同比-3.4%；2024年Q2单季实现收入24.9亿元，环比-7.3%。具体来看：产销方面，2024年上半年焦炭产量和销量分别为349.6/354.3万吨，同比+2.9%/+3.7%；2024年Q2单季产量和销量分别为177.7/179.4万吨，环比+3.3%/+2.5%。价格方面，根据wind，2024年上半年焦炭2287元/吨，同比-8.4%；2024年Q2单季度2244元/吨，环比-3.7%。价差方面，2024年上半年焦炭价差65元/吨，同比-69.7%；2024年Q2单季回升至132元/吨。24H1房地产新开工面积下行，钢企盈利收缩，焦炭市场下游需求承压。二季度，行业内主动减产现象增加，供给端有所收紧，带动4月焦炭价格反弹，但需求偏弱下，价格整体反弹力度有限，5-6月价格整体处于横盘震荡状态。
- **内蒙项目即将投产，新疆项目有望打开成长空间。**公司构筑“煤-焦-烯烃”一体化产业链。烯烃方面，宁东三期投产带来甲醇新增产能150万吨，烯烃新增产能100万吨/年、聚乙烯和聚丙烯新增产能90万吨/年；内蒙古一期260万吨/年煤制烯烃及配套40万吨/年绿氢耦合制烯烃预期2024年10月投产，目前已完成投资付现70%。7月30日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境影响评价公众参与第一次公示，项目拟投地点为新疆准东经济技术开发区将军

庙矿区5号化工产业园区，项目组成包括4\*280万吨/年甲醇、4\*100万吨/年甲醇制烯烃、4\*110万吨/年烯烃分离、3\*65万吨/年聚丙烯、3\*65万吨/年聚乙烯，1套25万吨/年C4制1-丁烯装置，1套29万吨/年蒸汽裂解装置，1套3万吨/年超高分子量聚乙烯装置，1套25万吨/年EVA装置，1套5万吨/年MMA/PMMA装置及配套的公用工程、辅助工程和储运设施等，有望打开公司成长空间。焦炭方面，公司六套干熄焦项目已全部投产，焦炭产品由湿熄焦全部转产为干熄焦，有望更好地满足下游钢企焦企的需求。其他方面，报告期内25万吨/年EVA项目顺利投产，进一步丰富了公司产品矩阵。公司成长动能充足，未来伴随内蒙一期投产，盈利有望拾级而上。

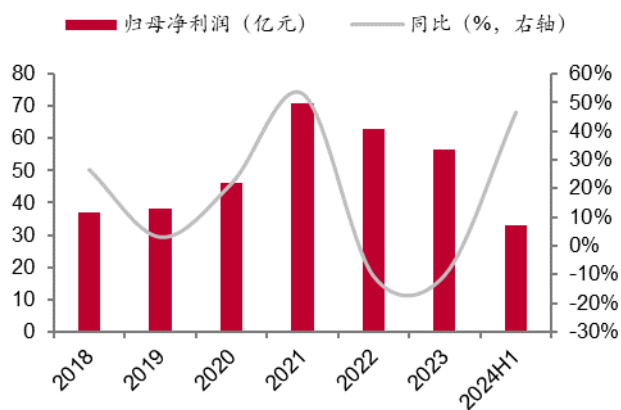
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内煤化工龙头企业，煤制烯烃规模全球领先，伴随内蒙一期产能的释放，未来成长性显著。考虑到焦炭需求承压，价格反弹力度有限，我们略微下调公司的盈利预测，调整后预计公司2024-2026年归母净利润为81.7/135.1/142.9亿元（原2024-2026为87.7/139.9/147.6亿元），对应PE分别为13.8/8.3/7.9倍（对应2024/8/19收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价波动；产品价格大幅波动；下游需求不及预期；项目投产不及预期；信息更新不及时等。

图表 1: 24H1 实现营收 169.0 亿元, 同比+29.1%



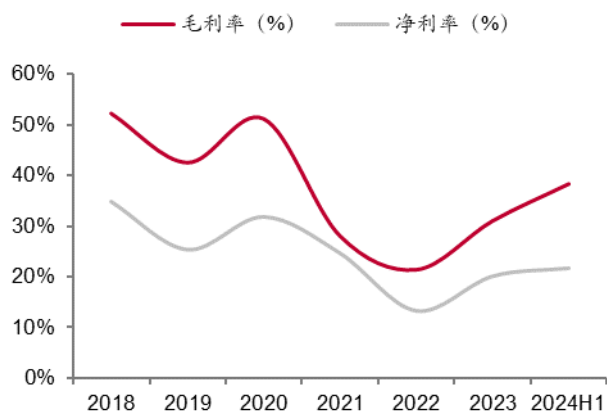
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 24H1 实现归母净利润 33.0 亿元, 同比+46.4%



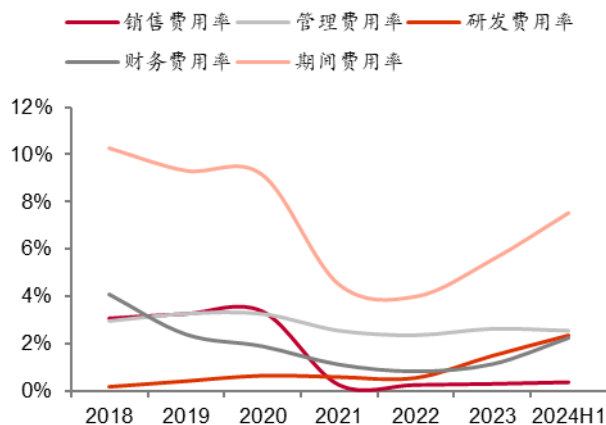
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 24H1 实现毛利率 38.2%, 净利率 21.7%



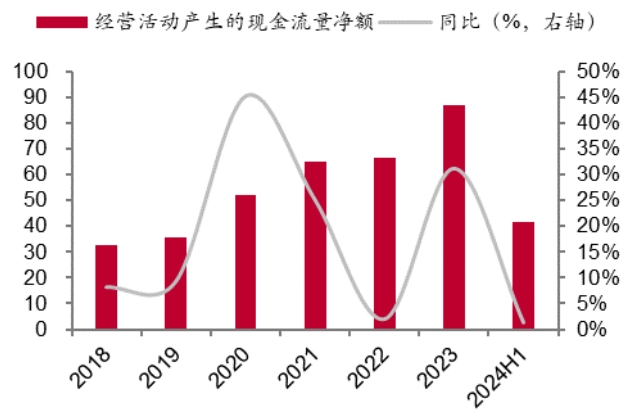
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 24H1 期间费用率约 7.5%, 同比+2.8pct



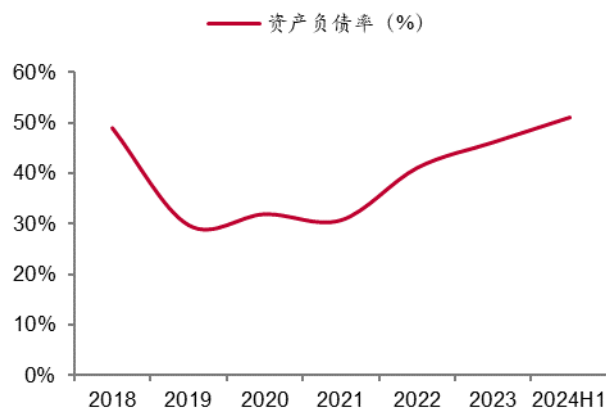
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 24H1 经营活动产生的现金流量净额 41.5 亿元, 同比+1.5%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 24H1 公司资产负债率为 51.1%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表7: 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,283	1,573	2,284	2,412	营业收入	29,136	39,333	57,106	60,308
应收票据	0	0	0	0	营业成本	20,279	27,094	38,393	40,185
应收账款	26	58	89	98	税金及附加	467	590	771	890
预付账款	188	251	355	372	销售费用	86	118	143	166
存货	1,292	1,726	2,446	2,561	管理费用	769	944	1,256	1,387
合同资产	0	0	0	0	研发费用	431	197	228	271
其他流动资产	646	658	955	1,008	财务费用	327	433	343	567
流动资产合计	3,435	4,267	6,129	6,450	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	1,628	1,628	1,628	1,628	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	41,369	82,370	114,360	137,599	投资收益	39	13	13	13
在建工程	14,235	19,015	23,015	26,215	其他收益	55	38	46	42
无形资产	5,154	5,270	5,374	5,468	营业利润	6,786	9,912	15,934	16,803
其他非流动资产	5,810	6,271	6,779	7,337	营业外收入	8	7	7	7
非流动资产合计	68,195	114,553	151,155	178,247	营业外支出	327	520	384	398
资产合计	71,630	118,819	157,285	184,697	利润总额	6,467	9,399	15,557	16,412
短期借款	470	36,322	55,218	63,403	所得税	816	1,232	2,047	2,127
应付票据	849	1,084	1,459	1,447	净利润	5,651	8,167	13,510	14,285
应付账款	1,100	1,118	1,585	1,659	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,651	8,167	13,510	14,285
合同负债	736	993	1,442	1,523	NOPLAT	5,936	8,543	13,808	14,779
其他应付款	5,688	3,892	3,892	3,892	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	1.11	1.84	1.95
一年内到期的非流动负债	3,000	2,615	2,353	2,118					
其他流动负债	2,470	2,153	2,446	2,596					
流动负债合计	14,313	48,178	68,397	76,639					
长期借款	17,524	24,268	31,148	38,164					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,257	1,135	1,046	968					
非流动负债合计	18,780	25,403	32,194	39,132					
负债合计	33,094	73,582	100,591	115,771					
归属母公司所有者权益	38,537	45,237	56,694	68,926					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	38,537	45,237	56,694	68,926					
负债和股东权益	71,630	118,819	157,285	184,697					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,693	8,913	18,756	20,980
现金收益	7,792	11,134	18,390	20,954
存货影响	56	-434	-720	-114
经营性应收影响	155	-95	-135	-25
经营性应付影响	2,016	-1,542	842	62
其他影响	-1,326	-150	380	104
投资活动现金流	-14,101	-48,888	-41,134	-33,185
资本支出	-14,907	-48,430	-40,632	-32,634
股权投资	-1,628	0	0	0
其他长期资产变化	2,434	-458	-502	-551
融资活动现金流	4,769	40,265	23,089	12,333
借款增加	6,309	42,211	25,514	14,966
股利及利息支付	-1,545	-4,110	-7,000	-8,160
股东融资	0	0	0	0
其他影响	5	2,164	4,575	5,527

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	2.5%	35.0%	45.2%	5.6%
EBIT增长率	-9.9%	44.7%	61.7%	6.8%
归母公司净利润增长率	-10.3%	44.5%	65.4%	5.7%
获利能力				
毛利率	30.4%	31.1%	32.8%	33.4%
净利率	19.4%	20.8%	23.7%	23.7%
ROE (摊薄)	14.7%	18.1%	23.8%	20.7%
ROA	8.7%	8.6%	9.8%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	46.2%	61.9%	64.0%	62.7%
债务权益比	57.7%	142.2%	158.3%	151.8%
流动比率	0.2	0.1	0.1	0.1
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.3
应收账款周转天数	1	0	0	1
应付账款周转天数	16	15	13	15
存货周转天数	23	20	20	22
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.11	1.84	1.95
每股经营现金流	1.19	1.22	2.56	2.86
每股净资产	5.25	6.17	7.73	9.40
估值比率				
P/E	19.9	13.8	8.3	7.9
P/B	2.9	2.5	2.0	1.6

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。