

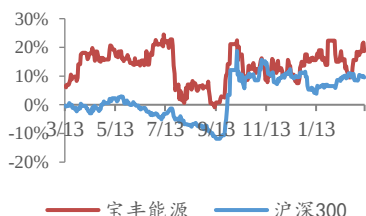
内蒙一期如期投产，煤炭价格下行带来盈利弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-13

收盘价（元）	17.49
近 12 个月最高/最低（元）	17.84/14.20
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）	1,283
流通市值（亿元）	1,283

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 检修影响三季度利润，内蒙古项目投产在即 2024-11-04
- 二季度业绩亮眼，新疆项目启动环评 2024-08-22
- 一季度盈利同比大增，内蒙项目即将落地 2024-04-26

主要观点：

● 事件描述

3月11日晚，宝丰能源发布2024年报，全年实现营收329.83亿元，同比增加13.21%，实现归母净利润63.38亿元，同比增加12.16%；实现扣非净利润67.80亿元，同比增加13.97%，基本每股收益0.87元。

● 四季度焦炭板块延续弱势，三季度检修因素消除产销回升

公司第四季度实现营收87.08亿元，同比-0.30%，环比+18.04%；归母净利润18.01亿元，同比+2.33%，环比+46.16%；扣非净利润18.74亿元，同比+3.90%，环比+34.79%。四季度收入利润均实现环比大幅提升，主要由于三季度检修因素消除，公司第四季度量增明显。从公司披露的经营数据来看，焦炭的产量/销量环比-1.55/+0.19万吨，聚烯烃的产量/销量环比+15.18/+14.77万吨，EVA产量/销量环比+2.36/+3.12万吨。其余产品量环比变动基本持平。产品均价来看，焦炭价格环比+1.39%，聚乙烯价格环比+1.18%，聚丙烯价格环比-2.10%，整体波动较小。成本端，根据我们的测算，公司采购的气化原料煤/动力煤/焦化精煤价格环比+9.44%/-10.32%/+1.69%。

焦炭四季度经历了供应收缩带来的价格提涨以及年尾的钢材需求不佳带来的价格下滑，季均价格基本稳定。聚烯烃表现平淡，虽有原油价格支撑，但市场呈现观望态势，整体价格价差延续弱势。2025年初以来，煤炭及焦炭价格快速回落，焦炭板块盈利有所收窄，烯烃盈利改善明显，内蒙项目三条线陆续投产将使公司一季度业绩获得较大弹性。

● 多方面精益管控成本，宝丰能源不断验证自身 α

煤炭采购来源持续优化。公司原材料主要采购煤炭，煤炭价格对成本影响较大。根据公司披露，2024年全年气化原料煤/炼焦精煤/动力煤平均采购单价同比-8.78%/-13.48%/-10.88%。报告期内，公司煤炭储运系统建成投用，实现了煤炭卸、储、配、运业务一体化管控，卸车能力和效率明显提升。从采购源头来看，积极拓宽原料煤供应渠道，调整供应商结构，降低入炉煤成本。报告期内新增煤炭供应商9家、新煤种31个；全年采购疆煤占甲醇气化煤比例37.23%，同比增加3个百分点，其中，中热值煤较内蒙古煤到厂价格平均低约100元。同时，公司积极强化物流运输调度，焦炭产品装车时间同比缩短12%；加强铁路运输费用议价工作，积极争取运费优惠政策，合理调控公铁运量，节约运输成本上亿元。

综合能耗进一步下降。报告期内，公司万元产值能耗2.8吨标准煤，同比下降4.4%。

费用控制方面，公司全年销售费用占比同比+0.07pct，管理费用占比同比+0.01pct，财务费用占比同比+1.14pct，公司费用整体略有上涨。研发费

用率 2.29%，同比+0.81pct。

● 资本开支持续投入，内蒙一期投产

新建项目稳步推进，内蒙一期如期投产。据公司公告称，报告期内，10万吨/年醋酸乙烯项目按期建成，为 EVA 项目提供稳定低成本原料保障；10万吨/年针状焦项目按期建成，将公司自产沥青加工为高端针状焦产品，延伸了煤焦油加工产业链，提高了产品附加值；宁东 25 万吨/年 EVA 项目于 2024 年 2 月投产，顺利产出光伏级 EVA 产品，标志着公司向产品高端化迈出重要一步；第一系列 100 万吨/年烯烃生产线于 2024 年 11 月投产、第二系列 100 万吨/年烯烃生产线于 2025 年 1 月投产，第三系列 100 万吨/年烯烃生产线将于 2025 年 3 月底投产。内蒙古一期项目是公司今年成长性的保障，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。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，将显著降低原料运输成本。内蒙项目使公司平均成本进一步降低。项目投产后，公司烯烃产能将达到 520 万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。

● 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，同时不断压缩成本，成为行业内标杆企业。内蒙古项目一期落地将带来 2025 年较大盈利弹性，后续宁东四期、新疆项目等将提供远期成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 133.05、162.60、182.74 亿元(煤炭价格下行略提高烯烃板块盈利预期，2025-2026 原值 125.12、133.67 亿元)。对应 PE 分别为 9.64、7.89、7.02 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32983	54865	67308	69856
收入同比 (%)	13.2%	66.3%	22.7%	3.8%
归属母公司净利润	6338	13305	16260	18274
净利润同比 (%)	12.2%	109.9%	22.2%	12.4%
毛利率 (%)	33.1%	37.7%	37.1%	39.3%
ROE (%)	14.7%	23.6%	22.4%	20.1%
每股收益 (元)	0.87	1.81	2.22	2.49
P/E	19.36	9.64	7.89	7.02
P/B	2.87	2.28	1.77	1.41
EV/EBITDA	14.15	7.08	5.31	4.15

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4786	26252	51893	76416	营业收入	32983	54865	67308	69856
现金	2477	22308	48149	72530	营业成本	22050	34198	42343	42406
应收账款	20	137	34	125	营业税金及附加	645	915	1172	1249
其他应收款	39	148	96	139	销售费用	117	195	240	249
预付账款	266	421	475	503	管理费用	875	1455	1785	1853
存货	1575	2758	2703	2749	财务费用	744	1558	1537	1393
其他流动资产	409	480	435	371	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	84780	88306	90088	91833	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1655	2207	2943	3381	投资净收益	16	33	55	44
固定资产	43216	64699	67480	68464	营业利润	7828	15740	19102	21475
无形资产	5027	5169	5338	5399	营业外收入	10	8	8	9
其他非流动资产	34881	16230	14327	14588	营业外支出	552	432	437	474
资产总计	89566	114558	141981	168249	利润总额	7286	15316	18673	21010
流动负债	21250	26229	30818	32248	所得税	949	2011	2413	2737
短期借款	760	760	760	856	净利润	6338	13305	16260	18274
应付账款	1075	1712	2053	1750	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	19415	23758	28005	29642	归属母公司净利润	6338	13305	16260	18274
非流动负债	25310	32017	38592	45156	EBITDA	10744	20291	23440	25747
长期借款	21513	27013	32380	37332	EPS (元)	0.87	1.81	2.22	2.49
其他非流动负债	3797	5004	6212	7824					
负债合计	46560	58247	69410	77404					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	7333	7333	7333	7333					
资本公积	7176	7176	7176	7176					
留存收益	28497	41802	58062	76335					
归属母公司股东权	43006	56311	72571	90844					
负债和股东权益	89566	114558	141981	168249					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	8898	21676	26284	25213	成长能力				
净利润	6338	13305	16260	18274	营业收入	13.2%	66.3%	22.7%	3.8%
折旧摊销	2188	2913	2750	2839	营业利润	15.4%	101.1%	21.4%	12.4%
财务费用	772	1610	2005	2404	归属于母公司净利	12.2%	109.9%	22.2%	12.4%
投资损失	-16	-33	-55	-44	获利能力				
营运资金变动	-499	3344	4789	1191	毛利率 (%)	33.1%	37.7%	37.1%	39.3%
其他经营现金流	6953	10499	12006	17632	净利率 (%)	19.2%	24.2%	24.2%	26.2%
投资活动现金流	-11529	-6943	-5013	-5088	ROE (%)	14.7%	23.6%	22.4%	20.1%
资本支出	-11529	-6439	-4346	-4707	ROIC (%)	10.0%	16.0%	15.4%	14.0%
长期投资	0	-552	-736	-438	偿债能力				
其他投资现金流	0	48	69	57	资产负债率 (%)	52.0%	50.8%	48.9%	46.0%
筹资活动现金流	4246	5098	4570	4256	净负债比率 (%)	108.3%	103.4%	95.6%	85.2%
短期借款	289	0	0	96	流动比率	0.23	1.00	1.68	2.37
长期借款	3989	5500	5367	4952	速动比率	0.12	0.87	1.57	2.26
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-110	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.54	0.52	0.45
其他筹资现金流	77	-402	-798	-792	应收账款周转率	1414.66	698.25	787.81	880.19
现金净增加额	1614	19831	25841	24381	应付账款周转率	20.28	24.54	22.49	22.30

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.87	1.81	2.22	2.49	P/E	19.36	9.64	7.89	7.02
每股经营现金流薄)	1.21	2.96	3.58	3.44	P/B	2.87	2.28	1.77	1.41
每股净资产	5.86	7.68	9.90	12.39	EV/EBITDA	14.15	7.08	5.31	4.15

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。