

# 宝丰能源 (600989.SH)

## 三季度归母净利下滑，内蒙项目如期推进

优于大市

### 核心观点

**公司2024年三季度归母净利润下滑。**公司2024年三季度营收73.8亿元（同比+1%，环比-15%），归母净利润12.3亿元（同比-25%，环比-35%），扣非归母净利润13.9亿元（同比-19%，环比-32%）；毛利率/净利率为34.1%/16.7%，期间费用率9.6%。盈利下滑主要是由于主营产品装置检修导致的产销量环比下滑，且部分主营产品价格有所下降。

**公司主营产品聚烯烃产销量环比下滑，部分拖累业绩。**2024年三季度公司主营产品聚乙烯产销量分别为24.86/25.05万吨，聚丙烯产销量分别为25.69/25.21万吨。产销量同比提升源于宁东三期100万吨烯烃项目贡献产能增量，环比降低主要是由于装置检修。2024年三季度聚乙烯价格有所下滑，而聚丙烯价格略有提升，聚乙烯/聚丙烯的不含税平均售价分别为7023/6807元/吨（同比-3%/+2%，环比-4%/+0.2%）。2024年三季度原油价格有所下滑而煤价偏稳运行，油制烯烃成本支撑走弱，油制与煤制烯烃成本差距收窄，部分影响公司盈利。

**焦炭需求继续承压。**2024年三季度公司焦炭产量/销量分别为177.96/177.07万吨，产销量环比较为稳定。2024年三季度公司焦炭的不含税平均售价为1308元/吨（同比-12%，环比-6%），地产等下游需求仍较弱，焦炭价格延续下跌趋势。

**原料煤价格环比略升，焦煤价格下滑。**2024年前三季度公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为554/1086/427元/吨，同比下滑。据Wind数据，2024年三季度内蒙古5200大卡原煤坑口价为657元/吨，煤价延续同比下跌，但环比略有提升；蒙古焦原煤场地价1193元/吨，焦煤价格下滑，下游钢材市场需求仍偏弱运行。

**EVA量价环比下跌。**2024年三季度公司EVA产量/销量为2.93/2.60万吨，环比下滑主要由于装置检修；平均单价8152元/吨，因供需偏弱价格环比下跌。

**新建项目顺利推进。**内蒙烯烃项目进展顺利，预计将于四季度开始逐步推进投产。另外，公司针状焦、醋酸乙烯等重点建设项目有序推进，宁东四期烯烃项目前期准备工作全面启动。

**风险提示：**项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

**投资建议：**公司主营产品聚烯烃产能扩张，为未来利润增量的核心来源。然而，由于装置检修影响主营产品产销量，以及产品供需偏弱影响价格，我们下调公司2024-2026年归母净利润预测为65.52/122.06/124.13（原值为82.91/138.72/141.04亿元），对应EPS为0.89/1.66/1.69元，当前股价对应PE为17.9/9.6/9.5X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	34,033	51,456	56,036
(+/-%)	22.0%	2.5%	16.8%	51.2%	8.9%
归母净利润(百万元)	6303	5651	6552	12206	12413
(+/-%)	-10.9%	-10.3%	16.0%	86.3%	1.7%
每股收益(元)	0.86	0.77	0.89	1.66	1.69
EBIT Margin	28.3%	24.4%	26.0%	29.7%	27.2%
净资产收益率(ROE)	18.6%	14.7%	15.3%	24.2%	21.2%
市盈率(PE)	18.7	20.8	17.9	9.6	9.5
EV/EBITDA	14.9	16.9	11.4	7.5	7.4
市净率(PB)	3.47	3.05	2.75	2.33	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

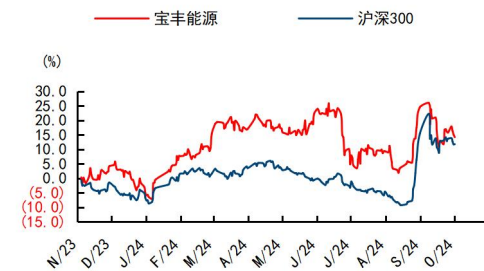
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.91元
总市值/流通市值	116674/116674百万元
52周最高价/最低价	19.07/12.84元
近3个月日均成交额	400.41百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宝丰能源(600989.SH)二季度盈利环比提升，聚烯烃量价齐升》——2024-08-13
- 《宝丰能源(600989.SH)一季度营收净利同比提升，产能持续扩张》——2024-04-26
- 《宝丰能源(600989.SH)四季度业绩同环比提升，产能持续扩张》——2024-03-22
- 《宝丰能源(600989.SH)煤制烯烃规模持续提升，成本将进一步优化》——2023-12-21
- 《宝丰能源(600989.SH)2023Q3业绩同环比双增长，聚烯烃产销量提升》——2023-10-29

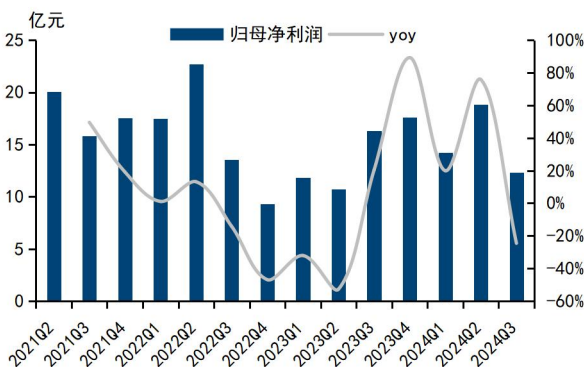
公司 2024 年三季度归母净利润下滑。公司 2024 年三季度营收 73.8 亿元（同比+1%，环比-15%），归母净利润 12.3 亿元（同比-25%，环比-35%），扣非归母净利润 13.9 亿元（同比-19%，环比-32%）；毛利率为 34.1%（同比-0.3pct，环比-4.1pct），净利率为 16.7%（同比-5.7pct，环比-5.0pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.3%、3.0%、3.9%、2.5%，总费用率 9.6%（同比+3.1pct，环比+0.7pct）。盈利下滑主要是由于主营产品装置检修导致的产销量环比下滑，且部分主营产品价格有所下降。

图1: 宝丰能源单季度营业收入（亿元）



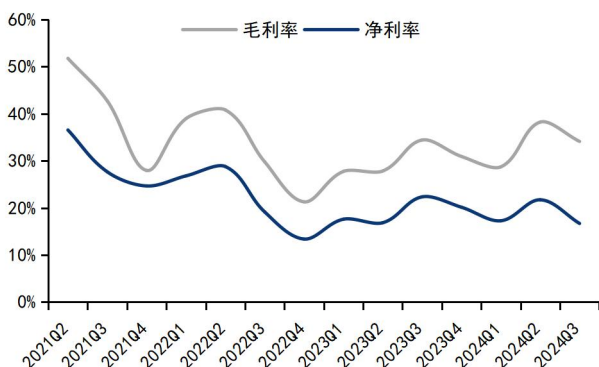
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 宝丰能源单季度归母净利润（亿元）



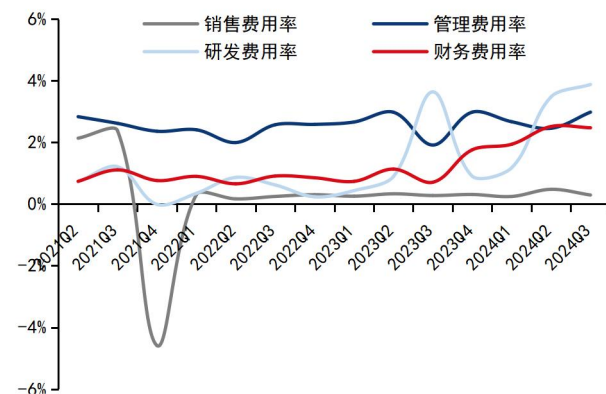
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 宝丰能源季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 宝丰能源季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

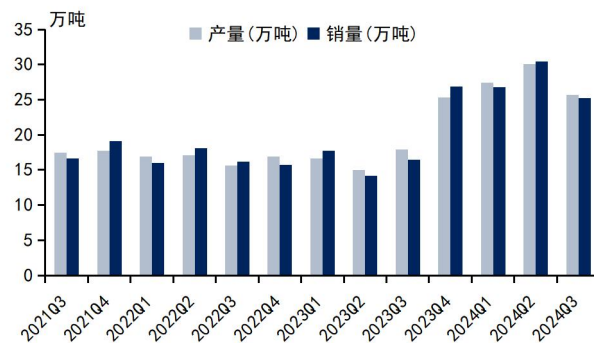
公司主营产品聚烯烃产销量环比下滑，部分拖累业绩。2024 年三季度公司主营产品聚乙烯产销量分别为 24.86/25.05 万吨，同比+17%/+28%，环比-12%/-10%；聚丙烯产销量分别为 25.69/25.21 万吨，同比+44%/+53%，环比-15%/-17%。产销量同比提升源于宁东三期 100 万吨烯烃项目贡献产能增量，环比降低主要是由于装置检修。2024 年三季度聚乙烯价格有所下滑，而聚丙烯价格略有提升，聚乙烯/聚丙烯的不含税平均售价分别为 7023/6807 元/吨（同比-3%/+2%，环比-4%/+0.2%）。

图5: 宝丰能源聚乙烯产销量 (万吨)



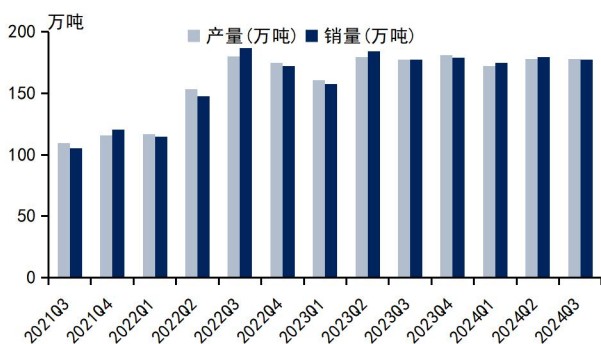
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 宝丰能源聚丙烯产销量 (万吨)



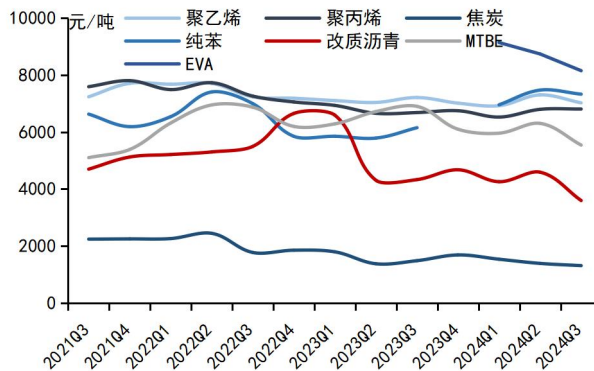
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 宝丰能源焦炭产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 宝丰能源主营产品价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**2024 年三季度原油价格有所下滑而煤价偏稳运行, 油制与煤制烯烃成本差距收窄。**尽管原油价格仍处于 70-90 美元/桶的较高区间, 但受到宏观经济与地缘冲突的影响反复拉锯, 国际油价呈现宽幅震荡。原油价格三季度整体较二季度有所下降, 主要由于需求增速预期放缓, 且供给端或有增加预期, 然而整体供需依然相对偏紧, 石油需求温和复苏的背景下, 油价仍有望继续维持较高区间。油制烯烃成本支撑走弱, 的情况下, 聚乙烯价格存在下行, 部分影响公司盈利。据卓创资讯, 三季度油制与煤制烯烃成本分别为 8276/7336 元/吨, 成本差距由二季度的 1508 元/吨收窄至 940 元/吨。

**原料煤价格环比略升, 焦煤价格下滑。**2024 年前三季度公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 553.53/1085.84/427.17 元/吨, 同比-10%/-11%/-11%。据 Wind 数据, 2024 年三季度内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 657 元/吨 (同比-4%, 环比+1%), 煤价延续同比下跌, 但环比略有提升; 蒙古焦原煤场地价 1193 元/吨 (同比-3%, 环比-5%), 焦煤价格下滑, 下游钢材市场需求仍偏弱运行。

**焦炭需求继续承压。**2024 年三季度公司焦炭产量/销量分别为 177.96/177.07 万吨, 同比+0.3%/-0.02%, 环比+0.2%/-1%, 产销量环比较为稳定。2024 年三季度公司焦炭的不含税平均售价为 1308 元/吨 (同比-12%, 环比-6%), 地产等下游需求仍较弱, 焦炭价格延续下跌趋势。

**EVA 量价环比下跌。**2024 年三季度公司 EVA 产量/销量为 2.93/2.60 万吨, 环比-46%/-55%; 平均单价 8152 元/吨, 环比-7%。EVA 产销量损失主要由于装置检修, 同时因供需偏弱价格环比下跌。

图9: 油制与煤制烯烃成本对比 (元/吨)



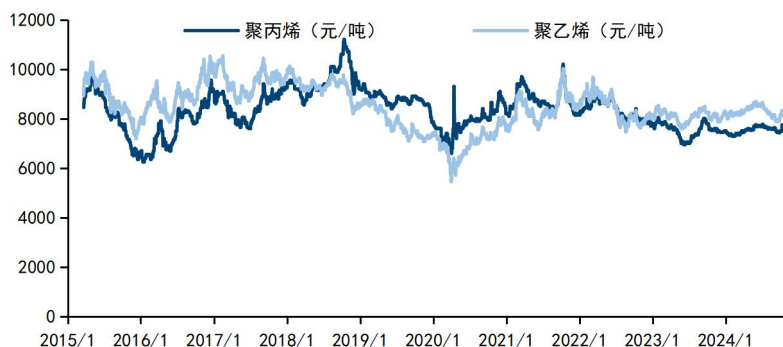
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图10: 布伦特原油与煤价对比



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图11: 聚乙烯及聚丙烯市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**新建项目顺利推进。**内蒙烯烃项目进展顺利, 预计将于四季度开始逐步推进投产。另外, 今年上半年, 公司合成氨项目、粗苯提取噻吩技术改造项目先后建成投产, 针状焦、醋酸乙烯等重点建设项目有序推进, 宁东四期烯烃项目前期准备工作全面启动。

**投资建议:** 公司主营产品聚烯烃产能高速扩张, 为未来利润增量的核心来源。然而, 由于装置检修影响主营产品产销量, 以及产品供需偏弱对价格产生的不利影响, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 65.52/122.06/124.13 (原值为 82.91/138.72/141.04 亿元), 对应 EPS 为 0.89/1.66/1.69 元, 当前股价对应 PE 为 17.9/9.6/9.5X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB 2024E
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	23.14	49,875.53	1.68	2.09	2.24	13.8	11.1	10.3	1.6
601088.SH	中国神华	无评级	40.44	814,211.95	3.00	3.03	3.10	13.5	13.3	13.0	1.9
002648.SZ	卫星化学	优于大市	18.93	63,330.54	1.42	1.61	2.06	13.3	11.8	9.2	2.3
600989.SH	宝丰能源	优于大市	16.03	118,947.10	0.77	0.89	1.66	20.8	18.0	9.7	2.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日, 无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2158	1283	1631	7054	14456	<b>营业收入</b>	<b>28430</b>	<b>29136</b>	<b>34033</b>	<b>51456</b>	<b>56036</b>
应收款项	136	89	104	187	182	营业成本	19084	20279	23247	33459	37687
存货净额	1348	1292	1398	2081	2313	营业税金及附加	412	467	518	784	868
其他流动资产	855	770	1043	1495	1609	销售费用	72	86	91	139	155
<b>流动资产合计</b>	<b>4497</b>	<b>3435</b>	<b>4176</b>	<b>10817</b>	<b>18561</b>	管理费用	676	769	834	1190	1303
固定资产	43002	55758	60782	62577	64565	研发费用	151	431	504	599	770
无形资产及其他	4664	5154	5025	4896	4767	财务费用	234	327	969	898	660
投资性房地产	5417	5656	5656	5656	5656	投资收益	0	39	13	13	13
长期股权投资	0	1628	2170	2893	3858	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>57578</b>	<b>71630</b>	<b>77809</b>	<b>86839</b>	<b>97407</b>	其他收入	(232)	(462)	(504)	(599)	(770)
短期借款及交易性金融负债	3774	3471	7359	3555	3482	营业利润	7720	6786	7884	14399	14605
应付款项	1678	1948	1714	2751	3120	营业外净收支	(412)	(319)	(344)	(344)	(344)
其他流动负债	6066	8894	7268	11461	13525	<b>利润总额</b>	<b>7307</b>	<b>6467</b>	<b>7540</b>	<b>14056</b>	<b>14261</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11518</b>	<b>14313</b>	<b>16342</b>	<b>17767</b>	<b>20127</b>	所得税费用	1005	816	988	1849	1848
长期借款及应付债券	10912	17524	17524	17524	17524	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1274	1257	1232	1193	1166	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6303</b>	<b>5651</b>	<b>6552</b>	<b>12206</b>	<b>12413</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12186</b>	<b>18780</b>	<b>18755</b>	<b>18717</b>	<b>18690</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>23704</b>	<b>33094</b>	<b>35097</b>	<b>36483</b>	<b>38817</b>	<b>净利润</b>	6303	5651	6552	12206	12413
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	8	(8)	0	0
股东权益	33875	38537	42712	50355	58589	折旧摊销	1444	1788	4505	5191	5807
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>57578</b>	<b>71630</b>	<b>77809</b>	<b>86839</b>	<b>97407</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	234	327	969	898	660
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1306	3037	(2287)	3973	2065
每股收益	0.86	0.77	0.89	1.66	1.69	其它	2	(8)	8	(0)	(0)
每股红利	0.42	0.21	0.32	0.62	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>9053</b>	<b>10475</b>	<b>8770</b>	<b>21370</b>	<b>20286</b>
每股净资产	4.62	5.25	5.82	6.87	7.99	资本开支	0	(14411)	(9392)	(6857)	(7667)
ROIC	16%	11%	11%	20%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	19%	15%	15%	24%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(16038)</b>	<b>(9935)</b>	<b>(7580)</b>	<b>(8632)</b>
毛利率	33%	30%	32%	35%	33%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	24%	26%	30%	27%	负债净变化	6551	6612	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	39%	40%	38%	支付股利、利息	(3059)	(1545)	(2377)	(4563)	(4179)
收入增长	22%	2%	17%	51%	9%	其它融资现金流	(15330)	(5447)	3889	(3804)	(73)
净利润增长率	-11%	-10%	16%	86%	2%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8346)</b>	<b>4689</b>	<b>1512</b>	<b>(8367)</b>	<b>(4252)</b>
资产负债率	41%	46%	45%	42%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>707</b>	<b>(875)</b>	<b>347</b>	<b>5423</b>	<b>7403</b>
股息率	2.6%	1.3%	2.0%	3.9%	3.6%	货币资金的期初余额	1451	2158	1283	1631	7054
P/E	18.7	20.8	17.9	9.6	9.5	货币资金的期末余额	2158	1283	1631	7054	14456
P/B	3.5	3.1	2.8	2.3	2.0	企业自由现金流	0	(3379)	507	15580	13481
EV/EBITDA	14.9	16.9	11.4	7.5	7.4	权益自由现金流	0	(2213)	3554	10996	12834

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032