

宝丰能源 (600989.SH) 煤价下跌煤化工受益，关注内蒙及新疆产能成长

2025年03月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/3/3
当前股价(元)	16.98
一年最高最低(元)	19.07/14.03
总市值(亿元)	1,245.20
流通市值(亿元)	1,245.20
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	73.33
近3个月换手率(%)	20.09

●煤价下跌致煤化工受益，关注内蒙及新疆产能成长

自2024年10月国内煤价持续走低，截至2025年2月28日秦港Q5500动力末煤平仓价690元/吨，较2024年10月初降177元/吨；2025年1-2月秦港均价745元/吨，环比2024Q4均价-9.4%。受益于成本端煤价下滑，公司烯烃及焦炭业务盈利有望受益，我们维持2024年盈利预测并上调2025-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润63.6/127.4/136.4亿元（前值为63.6/109.5/121.2亿元），同比+12.5%/+100.4%/+7.1%；EPS为0.87/1.74/1.86元，对应当前股价PE为19.6/9.8/9.1倍。公司盈利受益于煤化工成本下降与产能释放，维持“买入”评级。

●煤价回落致成本端下降，烯烃及焦炭业务盈利有望改善

（1）烯烃业务方面：公司宁夏项目气化煤约30%-40%自新疆采购，剩余部分自内蒙古采购，参考哈密Q6000动力煤坑口价格以及鄂尔多斯Q5500动力煤坑口价格（均不含税），并假设疆煤采购占比35%，内蒙古煤采购占比为65%，则2025年1-2月综合采购均价为375元/吨，环比2024Q4下滑114元/吨，按照单吨烯烃需要消耗5.5吨煤来计算，预计2025年1-2月煤价下跌带来的煤制烯烃成本环比2024Q4下滑627元/吨。**（2）焦炭业务方面：**我们选取天津港冶金焦平仓价作为焦炭价格的参考指标，选取宁夏银川产主焦煤以及1/3焦煤价格作为焦炭成本的参考指标，假设生产1吨焦炭需要1.33吨焦煤，主焦煤及1/3焦煤的掺配比例为3:7，计算得2025年1-2月煤焦差（焦炭价格-焦煤价格）平均为-64元/吨，而2024Q4平均为-108元/吨，表明2024Q4以来公司焦炭业务盈利亦或有所修复。

●内蒙古烯烃项目投产达产稳步推进，新疆项目有望打开未来成长空间

公司目前烯烃产能主要分布于宁夏（220万吨/年）和内蒙古（300万吨/年），其中内蒙古项目分三条线（每条产能100万吨/年）依次投产，第一条产线已于2024年11月投产，第二条产线于2025年1月中旬投产，预计第三条产线于2025年3月底投产。此外，新疆400万吨/年烯烃项目审批工作正有序推进，宁东四期50万吨/年烯烃项目亦将适时开工建设，未来公司烯烃产能成长依旧可期。

●内蒙古&新疆烯烃项目成本优势显著，公司利润有望进一步增厚

（1）对比宁夏烯烃项目，内蒙古烯烃项目更具成本优势：一方面，内蒙古项目目前省内采购煤炭，宁夏项目在内蒙古+新疆采购，当前内蒙煤运至内蒙项目的运输成本较内蒙煤运至宁夏项目运费低90元/吨，而新疆煤运至宁夏项目与内蒙煤运至内蒙项目的综合成本（煤价+运费）相当，故内蒙较宁夏项目的成本优势主要体现在内蒙煤运至内蒙项目的运费较内蒙煤运至宁夏项目的运费更低，考虑到单吨烯烃耗煤5.5吨，且宁夏项目采购内蒙煤的比例大致在65%左右，则对应单吨烯烃生产成本减少约322元/吨；另一方面，内蒙古项目投资额较宁夏项目低约4000元/吨，若按照20年进行折旧，单吨烯烃的折旧成本减少约200元/吨。按上述计算，内蒙项目相较于宁夏项目盈利优势至少提高522元/吨。**（2）新疆烯烃项目成本有望进一步凸显：**一方面，新疆用煤成本更低，且能够实现煤炭就地转化后外运，相比宁夏项目能够减少从新疆至宁夏的运费，同时考虑到宁夏项目从内蒙采煤的运费，合计新疆项目运费降低约503元/吨；另一方面，新疆项目单吨投资额或略高于内蒙项目，但仍明显低于宁夏项目，且新疆电价低于宁夏与内蒙地区。综合来看，新疆项目相较于宁夏项目盈利优势约1000元/吨左右。

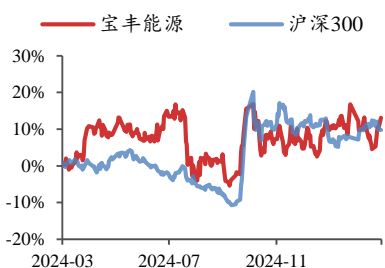
●风险提示：产品价格下跌；原材料价格上涨；新建项目不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,430	29,136	32,809	55,741	60,780
YOY(%)	22.0	2.5	12.6	69.9	9.0
归母净利润(百万元)	6,303	5,651	6,356	12,735	13,636
YOY(%)	-10.9	-10.3	12.5	100.4	7.1
毛利率(%)	32.9	30.4	30.3	34.2	34.5
净利率(%)	22.2	19.4	19.4	22.8	22.4
ROE(%)	18.6	14.7	14.8	23.6	20.7
EPS(摊薄/元)	0.86	0.77	0.87	1.74	1.86
P/E(倍)	19.8	22.0	19.6	9.8	9.1
P/B(倍)	3.7	3.2	2.9	2.3	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《烯烃产能释放业绩增长，关注内蒙和新疆项目——公司信息更新报告》-2024.10.31

《烯烃产能释放叠加煤价回落，公司业绩稳步提升——2024年中报点评报告》-2024.8.13

《宁东三期烯烃贡献增量，煤价回调成本优势提升——2024一季报点评报告》-2024.4.26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4497	3435	4238	6964	6002
现金	2158	1283	1445	2455	2677
应收票据及应收账款	71	26	83	103	100
其他应收款	65	63	82	164	104
预付账款	299	188	360	570	444
存货	1348	1292	1686	3089	2094
其他流动资产	556	583	583	583	583
非流动资产	53082	68195	75277	112574	119681
长期投资	0	1628	3255	4883	6510
固定资产	26412	41369	47350	77295	83840
无形资产	4664	5154	5825	6248	6654
其他非流动资产	22006	20045	18847	24148	22677
资产总计	57578	71630	79515	119538	125682
流动负债	11518	14313	21091	48557	47122
短期借款	0	470	7085	23209	29476
应付票据及应付账款	1678	1948	2142	4416	2703
其他流动负债	9840	11895	11864	20932	14943
非流动负债	12186	18780	15474	17112	12841
长期借款	10912	17524	14729	16111	11969
其他非流动负债	1274	1257	745	1001	873
负债合计	23704	33094	36565	65670	59964
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7286	7286	7286	7286
留存收益	19424	24050	28404	37463	47314
归属母公司股东权益	33875	38537	42949	53868	65719
负债和股东权益	57578	71630	79515	119538	125682

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6626	8693	7961	25370	12684
净利润	6303	5651	6356	12735	13636
折旧摊销	1409	1814	1999	2847	3722
财务费用	234	327	746	1407	2025
投资损失	0	-39	0	0	0
营运资金变动	-1793	715	-1125	8367	-6709
其他经营现金流	474	225	-15	13	10
投资活动现金流	-11177	-14101	-9100	-40164	-10849
资本支出	9977	12842	7453	38517	9202
长期投资	-435	-1280	-1628	-1628	-1628
其他投资现金流	-765	21	-20	-20	-20
筹资活动现金流	4469	4769	-5573	-314	-7916
短期借款	0	470	6615	16124	6267
长期借款	6551	6612	-2795	1382	-4143
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	18	0	0	0
其他筹资现金流	-2082	-2331	-9394	-17820	-10040
现金净增加额	-81	-637	-6713	-15108	-6082

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28430	29136	32809	55741	60780
营业成本	19084	20279	22876	36676	39812
营业税金及附加	412	467	525	893	973
营业费用	72	86	82	139	152
管理费用	676	769	866	1471	1604
研发费用	151	431	174	295	322
财务费用	234	327	746	1407	2025
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	20	55	38	46	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	39	0	0	0
资产处置收益	-102	-78	-20	-20	-20
营业利润	7720	6786	7593	14893	15924
营业外收入	6	7	6	6	6
营业外支出	419	327	325	325	325
利润总额	7307	6467	7274	14574	15605
所得税	1005	816	918	1839	1970
净利润	6303	5651	6356	12735	13636
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6303	5651	6356	12735	13636
EBITDA	9371	9428	9999	18795	21316
EPS(元)	0.86	0.77	0.87	1.74	1.86

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.0	2.5	12.6	69.9	9.0
营业利润(%)	-8.3	-12.1	11.9	96.1	6.9
归属于母公司净利润(%)	-10.9	-10.3	12.5	100.4	7.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	30.4	30.3	34.2	34.5
净利率(%)	22.2	19.4	19.4	22.8	22.4
ROE(%)	18.6	14.7	14.8	23.6	20.7
ROIC(%)	13.8	11.0	10.1	14.1	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	41.2	46.2	46.0	54.9	47.7
净负债比率(%)	40.4	54.0	57.4	79.2	67.9
流动比率	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.5
应收账款周转率	520.7	599.2	599.2	599.2	599.2
应付账款周转率	33.8	23.1	23.1	23.1	23.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.77	0.87	1.74	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.19	1.09	3.46	1.73
每股净资产(最新摊薄)	4.62	5.25	5.86	7.35	8.96
估值比率					
P/E	19.8	22.0	19.6	9.8	9.1
P/B	3.7	3.2	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	14.7	15.4	14.9	8.9	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn