

2025年3月13日

費倩然

H70507@capital.com.tw

目標價(元)

21.00

公司基本資訊

產業別	化工
A 股價(2025/3/12)	17.00
上证指数(2025/3/12)	3371.92
股價 12 個月高/低	19.07/14.03
總發行股數(百萬)	7333.36
A 股數(百萬)	7333.36
A 市值(億元)	1246.67
主要股東	宁夏宝丰集团 有限公司 (35.65%)
每股淨值(元)	5.86
股價/賬面淨值	2.90
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	1.1 5.3 12.5

近期評等

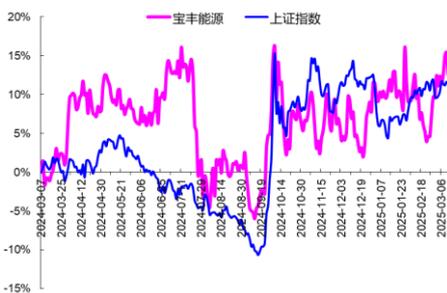
出刊日期	前日收盤	評等
2024.08.12	15.35	买进
2024.11.1	15.91	买进
2024.12.25	16.47	买进

產品組合

烯烴產品	58.7%
焦化產品	30.8%
精細化工產品	10.5%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	6.2%
一般法人	24.4%

股價相對大盤走勢

宝丰能源(600989.SH)
Buy 买进
产能释放推动业绩增长，成本下降利好利润修复
事件：

公司发布 2024 年年报，公司全年实现营业收入 330 亿元，yoy+13.21%；实现归母净利润 63.38 亿元，yoy+12.16%，业绩符合预期。Q4 单季实现营收 87.08 亿元，yoy-0.30%，qoq+18.04%；实现归母净利润 18.01 亿元，yoy+2.33%，qoq+46.16%。

公司同时发布《2024 年度利润分配方案公告》，公司拟向中小股东每股派发现金红利人民币 0.4598 元（含税），大股东每股派发现金红利人民币 0.3891 元（含税）。公司现金分红总额占本年度归母净利润比例为 47.44%。按 3 月 12 日收盘价计，中小股东股息率为 2.70%。

点评：

公司新建产能释放带动营收和利润增长，内蒙项目 300 万吨产能将在 2025 年全面释放，看好完全投产后公司产能翻倍。公司在周期底部扩张，新装置成本和规模优势加强，后续在新疆规划大幅扩产项目，看好公司长期成长。2025 年预计成本端煤价下行，将有助于煤制烯烴利润修复。看好公司作为国内煤制烯烴龙头企业的持续发展，维持“买进”评级。

■ **内蒙产能按计划释放，后续规划新疆项目：**公司 2024 年营收和利润同比均实现增长，主要受益于新产能的投放推动销量增长。2024 年公司聚烯烴产能同比增长 61.90%。2024 年公司聚乙烯销量 113.5 万吨，yoy+36%，聚丙烯销量 116.5 万吨，yoy+55%，焦炭销量 708.6 万吨，yoy+1.6%。单季来看，公司 Q4 业绩环比增幅较大，主要是内蒙一期 100 万吨新建产能 2024 年 11 月投放，叠加 2024 年 Q3 宁东基地检修，使得基期较低。Q4 烯烴产销量环比大幅提升，单季聚乙烯销量为 31.0 万吨，qoq+24%，聚丙烯销量为 34 万吨，qoq+35%，焦炭销量 177.3 万吨，qoq+0.1%。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；内蒙古 300 万吨/年烯烴项目建设稳步推进，一期 100 万吨/年烯烴生产线于 2024 年 11 月投产、二期 100 万吨/年烯烴生产线于 2025 年 1 月投产，三期 100 万吨/年烯烴生产线将于 2025 年 3 月底投产。内蒙项目完全投产后，公司烯烴产能将达到 520 万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烴行业第一位。2025 年公司内蒙聚烯烴产能充分释放，预计将带动公司业绩进一步增长。公司后续在新疆拟建 1120 万吨煤制甲醇、400 万吨甲醇制烯烴等大型煤化工项目，项目 2024 年 7 月第一次环评公示，静待项目开工落地。新疆低价煤资源丰富，将进一步降低成本，增强公司竞争力。

■ **聚烯烴价格持稳，原料煤价格下降增厚利润：**价格端来看，公司主营产品聚烯烴价格基本持稳，焦炭价格下降，精細化工品价格涨跌均有，但受益于原料端煤炭价格同比下降，公司全年毛利率同比提升 2.75pct 到 33.15%。公司 2024 年聚乙烯产品实现营收 80.5 亿元，yoy+36.5%；聚乙烯全年均价 7088.56 元/吨，yoy+0.07%。聚丙烯实现营收 78.0 亿元，yoy+53.3%；聚丙烯全年均价 6696.58 元/吨，yoy-0.92%。焦炭实现营收 98.34 亿元，yoy-10.5%；焦炭均价 1387.83 元/吨，yoy-11.87%。纯苯实现营收 4.3 亿元，yoy+61%；改制煤沥青实现营收 5.6 亿元，yoy-5.7%，MTBE 实现营收 6.0 亿元，yoy-6.7%。原料端，公司气化原料煤均价 563 元/吨，yoy-9%，炼焦精煤均价 1073 元/吨，yoy-13%，动力煤均价 414 元/吨，yoy-11%，原料价格降幅大于产品降幅，价差增大增厚公司利润。2025 年以来，煤炭价格进一步下跌，且降幅大于原油，当前国内烯烴还

是以油制为主，煤炭/原油价格比降低的背景下，煤制聚烯烃盈利水平料将稳中有升。焦炭下游基建和地产弱势，钢铁压减产能，因此预计焦炭价格将弱势，板块盈利能力将略有下降。受原料煤炭下降影响，精细化工品板块盈利预计进一步修复。

- **费用率维持合理水平，分红比例提高：**公司费用方面维持合理水平，研发费用率同比增加 0.81pct 到 2.29%；销售费用率同比增加 0.06pct 到 0.36%；管理费用率同比增加 0.01pct 到 2.65%；财务费用率同比增加 1.14pct 到 2.26%，财务费用率同比增幅较大，主要是报告期内新建项目投产，利息资本化费用减少。公司同时公布分红方案，拟向中小股东每股派发现金红利人民币 0.4598 元（含税），大股东每股派发现金红利人民币 0.3891 元（含税）按 3 月 12 日收盘价计，中小股东股息率为 2.70%。此次公司现金分红总额占本年度归母净利润比例为 47.44%，较往年有较大比例的提升，2021/2022/2023 公司分红比例分别为 29.04%/16.29%/36.24%，彰显了公司“提质增效重回报”的实际开展。
- **盈利预测：**我们调整 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年实现净利润 109/138/179 亿元（2025/2026 年前值 109/135 亿元），yoy+71%/+27%/+29%，折合 EPS 为 1.48/1.88/2.44 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 11/9/7 倍，2025 正值公司产能快速释放时期，估值偏低，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025E	2026E	2027E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	5,651	6,338	10,862	13,786	17,895
同比增減	%	-10.34%	12.16%	71.39%	26.92%	29.81%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.77	0.86	1.48	1.88	2.44
同比增減	%	-10.34%	12.16%	71.39%	26.92%	29.81%
A 股市盈率(P/E)	X	22.06	19.67	11.48	9.04	6.97
股利 (DPS)	RMB 元	0.28	0.4598	0.60	0.66	0.72
股息率 (Yield)	%	1.65%	2.70%	3.53%	3.88%	4.24%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 ≥ 35%
買進 (Buy)	15% ≤ 首次評等潛在上漲空間 < 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% ≤ 首次評等潛在上漲空間 < 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

會計年度 (百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
營業收入	29136	32983	53067	63880	77957
經營成本	20279	22050	35073	42182	51017
研發費用	431	756	1156	1391	1698
營業稅金及附加	467	645	1037	1249	1524
銷售費用	86	117	189	182	178
管理費用	769	875	1408	1356	1323
財務費用	327	744	1198	1153	1126
資產減值損失					
投資收益	39	16	16	16	16
營業利潤	6786	7828	13040	16401	21125
營業外收入	7	10	10	11	11
營業外支出	327	552	552	552	552
利潤總額	6467	7286	12488	15849	20574
所得稅	816	949	1626	2064	2679
少數股東損益					
歸屬於母公司股東權益	5651	6338	10862	13786	17895

附二：合并資產負債表

會計年度 (百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
貨幣資金	1283	2477	5689	9222	17294
應收賬款	26	20	21	22	23
存貨	1292	1575	1733	1906	2097
流動資產合計	3435	4786	8229	11992	20316
長期股權投資	1628	1655	1655	1655	1655
固定資產	41369	43216	45377	49915	54906
在建工程	14389	30126	33138	36452	40097
非流動資產合計	68195	84780	90217	98486	107573
資產總計	71630	89566	98445	110478	127888
流動負債合計	14313	21250	16983	17450	18935
非流動負債合計	18780	25310	27594	25374	23405
負債合計	33094	46560	44577	42824	42339
少數股東權益					
股東權益合計	38537	43006	53868	67654	85549
負債及股東權益合計	71630	89566	98445	110478	127888

附三：合并現金流量表

會計年度 (百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
經營活動產生的現金流量淨額	8693	8898	13346	14681	16149
投資活動產生的現金流量淨額	-14101	-11529	-12682	-13950	-11160
籌資活動產生的現金流量淨額	4769	4246	2548	2802	3083
現金及現金等價物淨增加額	-637	1614	3212	3533	8072

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能复制或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證j @持意見或立場，或會購入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證j @。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。