

宝丰能源(600989)

报告日期: 2025 年 03 月 12 日

原料下行助力盈利改善，内蒙古投产产能弹性显著

——宝丰能源点评报告

事件:

- 公司发布 2024 年年报，全年实现营收 329.8 亿元 (yoy+13%)，归母净利润 63.4 亿元 (yoy+12%)，其中 Q4 单季度营收 87.1 亿元 (yoy-0%，qoq+18%)，归母净利润 18.0 亿元 (yoy+2%，qoq+46%)。

点评:

- 项目投产叠加价差修复，公司 Q4 业绩实现稳健增长。公司聚乙烯、聚丙烯、焦炭全年分别实现收入 80.5、78.0 和 98.3 亿元，同比变化+36%、+53%和-10%。具体地，聚乙烯销量 113.5 万吨 (yoy+36%)，均价 7089 元/吨 (同比持平)，聚丙烯销量 116.5 万吨 (yoy+55%)，均价 6697 元/吨 (yoy-1%)，焦炭销量 708.6 万吨 (yoy+2%)，均价 1388 元/吨 (yoy-12%)。公司全年整体毛利率和净利率分别为 33.1% (yoy+2.7pp) 和 19.2% (yoy-0.2pp)，主要受益于煤炭价格显著回落，煤制烯烃相比其他原料路线的盈利优势进一步扩大。总体来看，尽管焦炭业务景气低迷盈利下滑，但得益于烯烃项目投产销量大增，叠加烯烃产品价格回升带来的价差修复，公司业绩实现稳健增长。
- 产品价格下行空间预计有限，原料价格跌价助力价差相对稳定。据 Wind，公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/焦炭 25 年年初至今市场均价较 24Q4 分别变化-3.6%/-1.3%/-15.4%。其中受地缘政治局势缓和、全球经济疲软与需求担忧、供给过剩压力加剧等因素影响，聚烯烃和原油价格先后出现一定程度回落。展望后续，考虑到地缘政治局势的反复，以及国内相对明确的经济复苏预期，我们认为油价继续深跌概率较小，油制烯烃产品成本端有支撑。此外，公司主要原材料动力煤/焦煤 25 年年初至今市场均价环比 24Q4 分别变化-9.5%/-13.0%，随着能源结构调整持续深化及供需矛盾环节，原材料端煤价下行趋势有望延续。同时，公司通过优化调整煤炭采购降低入炉煤成本，以及煤制烯烃工艺提升，公司主要产品价差有望保持相对稳定乃至提升。
- 内蒙古项目投产产能弹性充足，新疆区域布局带来远期成长。1) 公司内蒙一期 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目于 24 年 11 月开始分三系列陆续建成投产，该项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目。完全投产后，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。2) 新疆子公司煤制烯烃项目环评公示，包含聚烯烃产能约 390 万吨。此次项目如若获批，一方面，相比公司当前的 220 万吨以及内蒙古一期建成后的 520 万吨产能，预计能贡献较大业绩增量，助力公司远期成长；另一方面，新疆作为我国五大煤炭供应保障基地，公司煤制烯烃成本有望进一步降低。
- 盈利预测与估值
公司是国内煤制烯烃行业龙头，成本护城河显著，随着公司内蒙古基地等项目投产，业绩弹性显著。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 113.96/132.50/154.39 亿元，同比增速分别为 +79.81%/+16.27%/+16.53%，对应当前股价 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示
原材料价格大幅波动风险，产品需求不及预期风险，新项目投产不及预期风险

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 陈海波

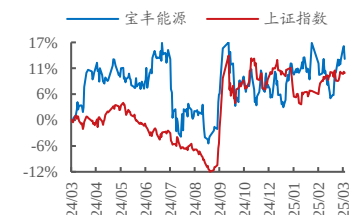
执业证书号: S1230523030004

chenhaibo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.00
总市值(百万元)	124,667.12
总股本(百万股)	7,333.36

股票走势图



相关报告

- 《产能释放 Q2 业绩同比高增，内蒙古投产在即未来可期》 2024.08.13
- 《三期烯烃投产增量明显，价差修复助力业绩向好》 2024.05.05
- 《Q4 营收创历史新高，内蒙古项目增量可期》 2024.04.02

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,983	50,053	54,552	60,892
(+/-)	13.21%	51.75%	8.99%	11.62%
归母净利润	6,338	11,396	13,250	15,439
(+/-)	12.16%	79.81%	16.27%	16.53%
每股收益(元)	0.86	1.55	1.81	2.11
P/E	19.67	10.94	9.41	8.07

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,786	7,672	11,658	12,790
现金	2,477	4,692	8,499	9,340
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	20	119	121	130
其它应收款	39	83	77	94
预付账款	266	347	395	423
存货	1,575	2,082	2,219	2,455
其他	409	348	348	348
非流动资产	84,780	93,039	100,435	106,316
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1,655	1,655	1,655	1,655
固定资产	43,216	48,621	61,903	72,649
无形资产	5,027	4,881	4,733	4,584
在建工程	30,126	33,126	27,388	22,672
其他	4,756	4,756	4,756	4,756
资产总计	89,566	100,711	112,094	119,106
流动负债	21,250	22,839	19,997	21,202
短期借款	760	960	490	289
应付款项	1,489	2,173	2,316	2,562
预收账款	0	0	0	0
其他	19,002	19,707	17,192	18,351
非流动负债	25,310	26,889	21,889	16,889
长期借款	21,513	25,513	20,513	15,513
其他	3,797	1,376	1,376	1,376
负债合计	46,560	49,728	41,886	38,091
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	43,006	50,983	70,208	81,015
负债和股东权益	89,566	100,711	112,094	119,106

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,898	16,234	15,655	21,817
净利润	6,338	11,396	13,250	15,439
折旧摊销	2,188	2,799	3,660	4,176
财务费用	772	958	935	728
投资损失	(16)	(24)	(27)	(30)
营运资金变动	(499)	710	(2,560)	1,107
其它	116	396	396	396
投资活动现金流	(11,529)	(11,421)	(11,418)	(10,415)
资本支出	(11,529)	(11,445)	(11,445)	(10,445)
长期投资	(28)	0	0	0
其他	28	24	27	30
筹资活动现金流	4,246	(2,597)	(430)	(10,560)
短期借款	289	200	(470)	(200)
长期借款	3,989	4,000	(5,000)	(5,000)
其他	(33)	(6,797)	5,040	(5,360)
现金净增加额	1,614	2,215	3,807	841

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,983	50,053	54,552	60,892
营业成本	22,050	32,591	34,736	38,429
营业税金及附加	645	979	1,066	1,190
营业费用	117	150	164	183
管理费用	875	1,001	1,091	1,218
研发费用	756	1,001	1,091	1,218
财务费用	744	921	865	601
资产减值损失	0	7	7	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	24	27	30
其他经营收益	31	60	60	60
营业利润	7,828	13,494	15,625	18,141
营业外收支	(542)	(395)	(395)	(395)
利润总额	7,286	13,099	15,230	17,746
所得税	949	1,703	1,980	2,307
净利润	6,338	11,396	13,250	15,439
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	6,338	11,396	13,250	15,439
EBITDA	10,744	16,818	19,755	22,523
EPS（最新摊薄）	0.86	1.55	1.81	2.11

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	13.21%	51.75%	8.99%	11.62%
营业利润	15.36%	72.37%	15.79%	16.11%
归属母公司净利润	12.16%	79.81%	16.27%	16.53%
获利能力				
毛利率	33.15%	34.89%	36.32%	36.89%
净利率	19.22%	22.77%	24.29%	25.36%
ROE	14.74%	22.35%	18.87%	19.06%
ROIC	10.05%	14.55%	14.35%	15.47%
偿债能力				
资产负债率	51.98%	49.38%	37.37%	31.98%
净负债比率	66.45%	55.19%	26.87%	15.83%
流动比率	0.23	0.34	0.58	0.60
速动比率	0.12	0.21	0.43	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.53	0.51	0.53
应收账款周转率	1,414.66	1,991.31	2,118.96	2,934.31
应付账款周转率	20.28	24.93	21.85	22.25
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.55	1.81	2.11
每股经营现金	1.21	2.21	2.13	2.98
每股净资产	5.86	6.95	9.57	11.05
估值比率				
P/E	19.67	10.94	9.41	8.07
P/B	2.90	2.45	1.78	1.54
EV/EBITDA	14.15	9.09	7.27	6.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>