

分析师：顾敏豪  
登记编码：S0730512100001  
gumh00@ccnew.com 021-50586308

## 产能扩张推动增长，内蒙项目逐步投产保障未来业绩

——宝丰能源(600989)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

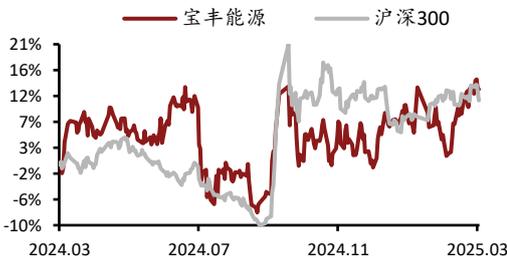
#### 市场数据(2025-03-21)

收盘价(元)	17.48
一年内最高/最低(元)	17.84/14.20
沪深300指数	3,914.70
市净率(倍)	2.98
流通市值(亿元)	1,281.87

#### 基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	5.86
每股经营现金流(元)	1.21
毛利率(%)	33.15
净资产收益率_摊薄(%)	14.74
资产负债率(%)	51.98
总股本/流通股(万股)	733,336.00/733,336.00
B股/H股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

#### 相关报告

《宝丰能源(600989)年报点评：业绩逐季向好，成本优势保障未来盈利》 2024-03-26

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期：2025年03月24日

事件：公司公布2024年年报，2024年公司实现营业收入**329.83亿元**，同比增长**13.21%**，实现归属母公司的净利润**63.38亿元**，同比增长**12.16%**，扣非后的归母净利润**67.80亿元**，同比增长**13.97%**，基本每股收益**0.87元**。

● **新项目投产推动全年业绩增长。**公司是我国新型煤化工领域的龙头企业，主要业务包括煤制烯烃和焦化业务，主要产品包括聚乙烯、聚丙烯和焦炭。2023年9月和2024年11月，公司宁东三期项目和内蒙300万吨烯烃一期100万吨烯烃项目分别投产，推动了公司烯烃业务产销规模的增长。2024年公司聚乙烯、聚丙烯分别实现销售113.5和116.5万吨，同比增长36.36%和54.74%。此外受益于2024年2月宁东25万吨EVA项目的投产，全年实现EVA销量15.48万吨，亦贡献部分增量。公司焦炭业务总体平稳，全年焦炭销量708.6万吨，同比增长1.59%。价格方面，2024年聚烯烃产品价格总体平稳，煤炭价格则呈现下行态势。2024年公司聚乙烯、聚丙烯和焦炭销售均价分别为7089、6697和1388元/吨，同比分别上涨0.07%和下滑0.92%、11.87%，EVA销售均价8623元/吨。2024年公司聚乙烯、聚丙烯和焦炭分别实现收入80.47、78.01和98.35亿元，同比增长36.46%、53.31%和下滑10.47%，此外EVA业务实现收入13.35亿元。在聚烯烃和EVA业务的贡献下，公司全年实现营业收入329.83亿元，同比增长13.21%。

盈利能力方面，主要原材料气化原料煤、炼精焦煤和动力煤采购单价分别下跌8.78%、13.48%和10.88%。受益原材料价格的下跌，公司毛利率小幅提升。全年综合毛利率33.15%，同比提升2.75个百分点；受财务和研发费用提升的影响，全年净利率19.21%，同比下降0.18个百分点。全年公司实现净利润63.38亿元，同比增长12.16%，扣非后的归母净利润67.80亿元，同比增长13.97%。

● **内蒙一期产能投放推动四季度增长。**四季度公司实现营业收入87.08亿元，同比下滑0.30%，环比增长18.04%；实现净利润18.01亿元，同比增长2.33%，环比增长46.16%。四季度业绩的增长主要受益于四季度内蒙一期烯烃项目产能的投产，四季度公司聚乙烯和聚丙烯销量分别为30.97万吨和34.06万吨，环比提升23.63%和35.11%，收入22.01和22.70亿元，同比增长25.09%和32.27%。

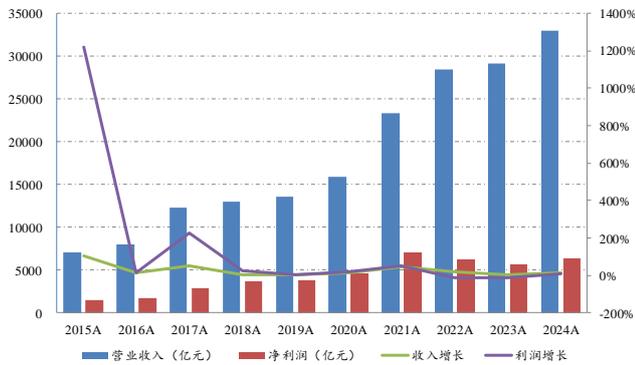
- **油煤价差扩大有望提升公司盈利。**2024 年四季度以来，国内煤炭价格持续下行，公司主要原材料动力煤和焦煤价格下跌幅度较大。根据卓创资讯数据，2024 年四季度以来，鄂尔多斯 5500 大卡动力煤价格自 667.5 元/吨下跌至 477.5 元/吨，跌幅 28.46%，主焦煤参价格自 1625 元/吨下跌至 1225 元/吨，跌幅 24.62%。同期原油价格相对稳定，WTI 原油下跌幅度为 0.15%，布伦特原油则上涨 0.323%。随着油煤价差的扩大，煤制烯烃路线盈利有望得以提升，从而推动公司盈利能力的上行。
- **内蒙项目逐步稳步推进，未来业绩增长具有保障。**近年来公司各项项目稳步推进，规模不断扩张，为公司业绩增长提供了坚实基础。目前内蒙古 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目建设正稳步推进，其中一期 100 万吨于 2024 年 11 月投产、二期和三期各 100 万吨分别于 2025 年 1 月和 2025 年 3 月底投产。内蒙项目全部投产后，公司烯烃产能将达到 520 万吨/年，跃居我国煤制烯烃行业第一位。此外宁东四期和新疆烯烃项目也在积极推进中。在多个项目保障下，公司未来业绩增长具有坚实基础，长期成长性可观。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2025、2026 年 EPS 为 1.51 元和 1.73 元，以 3 月 21 日收盘价 17.48 元计算，PE 分别为 11.59 倍和 10.11 倍。考虑到行业前景与公司的行业地位，维持公司“增持”的投资评级。

**风险提示：**需求不及预期、产品价格下跌、行业竞争加剧

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,136	32,983	48,954	54,307	56,636
增长比率（%）	2.48	13.21	48.42	10.93	4.29
净利润（百万元）	5,651	6,338	11,064	12,676	13,414
增长比率（%）	-10.34	12.16	74.58	14.57	5.82
每股收益(元)	0.77	0.86	1.51	1.73	1.83
市盈率(倍)	22.69	20.23	11.59	10.11	9.56

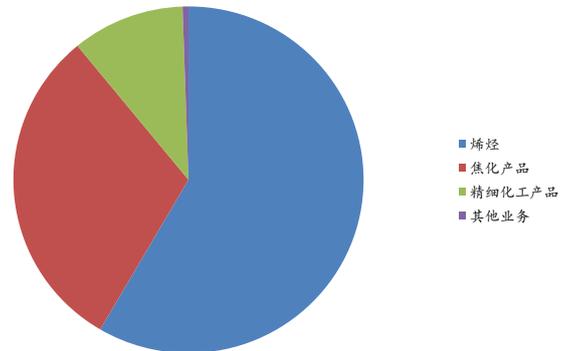
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司历年业绩



资料来源：中原证券研究所，wind

图 2：公司收入结构



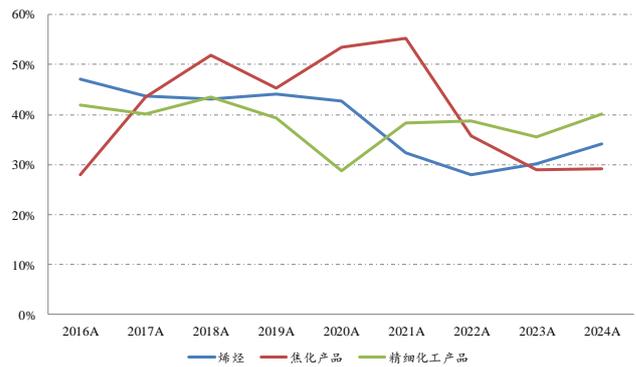
资料来源：中原证券研究所，wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

图 4：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,435</b>	<b>4,786</b>	<b>7,538</b>	<b>12,150</b>	<b>16,539</b>
现金	1,283	2,477	4,246	8,561	12,816
应收票据及应收账款	26	20	30	33	35
其他应收款	63	39	109	121	126
预付账款	188	266	482	530	552
存货	1,292	1,575	2,231	2,454	2,556
其他流动资产	583	409	441	451	455
<b>非流动资产</b>	<b>68,195</b>	<b>84,780</b>	<b>88,900</b>	<b>92,728</b>	<b>96,252</b>
长期投资	1,628	1,655	1,655	1,655	1,655
固定资产	41,369	43,216	57,553	66,982	73,568
无形资产	5,154	5,027	5,117	5,207	5,297
其他非流动资产	20,045	34,881	24,575	18,884	15,731
<b>资产总计</b>	<b>71,630</b>	<b>89,566</b>	<b>96,439</b>	<b>104,878</b>	<b>112,791</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,313</b>	<b>21,250</b>	<b>19,565</b>	<b>20,828</b>	<b>21,327</b>
短期借款	470	760	260	160	60
应付票据及应付账款	1,948	1,489	2,008	2,258	2,351
其他流动负债	11,895	19,002	17,297	18,410	18,916
<b>非流动负债</b>	<b>18,780</b>	<b>25,310</b>	<b>25,810</b>	<b>23,810</b>	<b>21,810</b>
长期借款	17,524	21,513	22,013	21,013	20,013
其他非流动负债	1,257	3,797	3,797	2,797	1,797
<b>负债合计</b>	<b>33,094</b>	<b>46,560</b>	<b>45,374</b>	<b>44,638</b>	<b>43,136</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333
资本公积	7,286	7,176	7,176	7,176	7,176
留存收益	24,050	28,334	36,392	45,568	54,983
归属母公司股东权益	38,537	43,006	51,064	60,241	69,655
<b>负债和股东权益</b>	<b>71,630</b>	<b>89,566</b>	<b>96,439</b>	<b>104,878</b>	<b>112,791</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,693</b>	<b>8,898</b>	<b>14,007</b>	<b>19,219</b>	<b>19,591</b>
净利润	5,651	6,338	11,064	12,676	13,414
折旧摊销	1,823	2,188	4,080	4,372	4,677
财务费用	341	772	647	720	651
投资损失	-39	-16	-24	-27	-28
营运资金变动	806	-499	-2,169	1,066	465
其他经营现金流	111	116	410	412	413
<b>投资活动现金流</b>	<b>-14,101</b>	<b>-11,529</b>	<b>-8,585</b>	<b>-8,585</b>	<b>-8,584</b>
资本支出	-12,822	-11,529	-8,610	-8,612	-8,613
长期投资	-1,280	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	24	27	28
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,769</b>	<b>4,246</b>	<b>-3,653</b>	<b>-6,320</b>	<b>-6,751</b>
短期借款	470	289	-500	-100	-100
长期借款	6,612	3,989	500	-1,000	-1,000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	18	-110	0	0	0
其他筹资现金流	-2,331	77	-3,653	-5,220	-5,651
<b>现金净增加额</b>	<b>-637</b>	<b>1,614</b>	<b>1,769</b>	<b>4,314</b>	<b>4,255</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>29,136</b>	<b>32,983</b>	<b>48,954</b>	<b>54,307</b>	<b>56,636</b>
营业成本	20,279	22,050	32,126	35,343	36,801
营业税金及附加	467	645	881	978	1,019
营业费用	86	117	147	163	170
管理费用	769	875	1,297	1,439	1,501
研发费用	431	756	881	815	850
财务费用	327	744	617	669	549
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	55	31	98	54	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	16	24	27	28
资产处置收益	-78	1	-20	-22	-23
<b>营业利润</b>	<b>6,786</b>	<b>7,828</b>	<b>13,108</b>	<b>14,960</b>	<b>15,809</b>
营业外收入	7	10	10	10	10
营业外支出	327	552	400	400	400
<b>利润总额</b>	<b>6,467</b>	<b>7,286</b>	<b>12,718</b>	<b>14,570</b>	<b>15,419</b>
所得税	816	949	1,653	1,894	2,004
<b>净利润</b>	<b>5,651</b>	<b>6,338</b>	<b>11,064</b>	<b>12,676</b>	<b>13,414</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,651</b>	<b>6,338</b>	<b>11,064</b>	<b>12,676</b>	<b>13,414</b>
EBITDA	8,975	10,744	17,415	19,611	20,644
EPS (元)	0.77	0.86	1.51	1.73	1.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	2.48	13.21	48.42	10.93	4.29
营业利润 (%)	-12.10	15.36	67.44	14.13	5.67
归属母公司净利润 (%)	-10.34	12.16	74.58	14.57	5.82
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.40	33.15	34.38	34.92	35.02
净利率 (%)	19.39	19.22	22.60	23.34	23.69
ROE (%)	14.66	14.74	21.67	21.04	19.26
ROIC (%)	10.50	10.05	14.13	14.86	14.39
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.20	51.98	47.05	42.56	38.24
净负债比率 (%)	85.88	108.26	88.86	74.10	61.93
流动比率	0.24	0.23	0.39	0.58	0.78
速动比率	0.10	0.12	0.23	0.42	0.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.41	0.53	0.54	0.52
应收账款周转率	599.17	1414.66	1951.82	1721.19	1670.72
应付账款周转率	23.09	20.28	25.67	24.37	24.49
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.86	1.51	1.73	1.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.19	1.21	1.91	2.62	2.67
每股净资产 (最新摊薄)	5.25	5.86	6.96	8.21	9.50
<b>估值比率</b>					
P/E	22.69	20.23	11.59	10.11	9.56
P/B	3.33	2.98	2.51	2.13	1.84
EV/EBITDA	14.26	14.15	8.90	7.58	6.89

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。