



买入（维持）

所属行业：基础化工/化学原料
当前价格(元)：15.64

证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

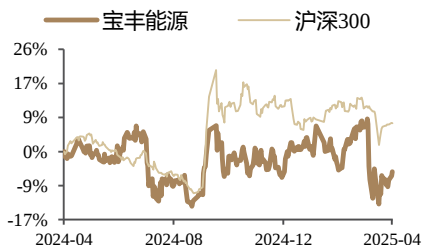
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇

邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.53	-0.38	-6.24
相对涨幅(%)	-7.19	4.51	-4.97

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《宝丰能源(600989.SH)：一季度业绩高增，烯烃量利齐升！》，2025.4.10
- 《宝丰能源(600989.SH)：价差修复产能释放，看好公司长期成长！》，2025.3.12
- 《宝丰能源(600989.SH)：进入产能高速释放阶段！》，2024.12.26
- 《宝丰能源(600989.SH)：煤制烯烃民企典范，成本领先成长广阔》，2024.11.19

宝丰能源(600989.SH)：内蒙放量&价差修复，Q1 业绩同比高增

投资要点

- 事件：**4 月 22 日，公司发布 2025 年一季度报告。2025Q1 公司实现营收 107.71 亿元，同比+30.9%，环比+23.7%；归母净利润 24.37 亿元，同比+71.5%，环比+35.3%；扣非归母净利润 25.97 亿元，同比+75.3%，环比+38.6%。
- 点评：**
 - 内蒙放量&价差修复，Q1 业绩同比高增。**根据公司公告，2025Q1 公司聚乙烯、聚丙烯、焦炭销量分别 51.46、49.15、169.87 万吨，同比+74.3%、+83.7%、-2.9%，环比+66.2%、+44.3%、-4.2%；销售收入分别 36.14、32.05、18.33 亿元，同比+76.7%、+83.6%、-31.6%，环比+64.2%、+41.2%、-22.0%。受益于内蒙 300 万吨烯烃投产放量，公司烯烃产品销量显著提升，带动公司收入增长。盈利能力方面，2025Q1 公司毛利率、净利率分别为 35.4%和 22.6%，同比+6.6pct 和+5.4pct，得到显著提升，我们认为主要系煤价下行下烯烃产品利润率提升所致。期间费用方面，2025Q1 公司期间费用率 6.0%，同比-0.1pct；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、2.6%、1.0%、2.2%，同比分别持平、-0.1pct、-0.2pct、+0.3pct，管理费用率有所下滑。
 - 价：煤价下行成本改善，烯烃价差持续修复。**成本端看，2025Q1 原煤、动力煤均价同比分别-23.2%、-20.0%，环比分别-17.2%、-12.3%，煤价回落下，公司成本端持续改善，烯烃价差迎来修复。根据 Wind，2025Q1 聚乙烯、聚丙烯市场均价分别为 7827、7318 元/吨，同比-4.5%、-0.7%，环比-5.0%、-1.8%；价差分别为 4581、4073 元/吨，同比+13.9%、+27.3%，环比+4.2%、+13.0%。向后展望，4 月以来煤价延续下行态势，截至 4 月 22 日，原煤、动力煤最新报价分别为 465、660 元/吨，较 Q1 均价下跌-10.6%、-8.5%，原料价格边际走弱下，公司盈利能力有望持续提升。
 - 量：内蒙产能稳步释放，业绩有望持续向上。**公司内蒙 300 万吨煤制烯烃项目第一系列（100 万吨）、第二系列（100 万吨）、第三系列（100 万吨）已分别于 2024 年 11 月、2025 年 1 月和 2025 年 3 月投产，按照生产安排规划，2025 年上半年公司三条产线将全部达到设计产能，伴随内蒙项目逐步完成产能爬坡，公司有望在烯烃量增贡献和价差修复下，在未来几个季度保持业绩向上。
 - 成长：布局新疆第三基地，打开长期成长空间。**2024 年 7 月，宝丰能源新疆煤制烯烃项目在国家级新疆准东经济技术开发区官网公布，规划烯烃产能 400 万吨/年，新疆基地有望成为公司继宁东基地和内蒙基地后的第三大基地，目前项目审批工作正在稳步推进，已取得安评、环评等支持性文件专家评审意见。此外，公司宁东四期 50 万吨/年烯烃项目已于 2024 年按计划完成场地平整、地基强夯等工程，预计将于 2025 年上半年开工建设，宁东五期、内蒙二期等项目也在规划阶段，公司中长期成长动能充足。
 - 盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 143.05、169.72、187.54 亿元，同比+125.7%、+18.6%、+10.5%，对应 EPS 分别为 1.95、2.31、2.56 元，维持“买入”评级。
 - 风险提示：**下游需求不及预期；项目建设进度不及预期；原材料价格大幅上涨；油价大幅波动；政策不确定性风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	7,333.36		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	7,333.36	营业收入(百万元)	29,136	32,983	53,066	58,703	61,470
52 周内股价区间(元):	14.20-17.83	(+/-)YOY(%)	2.5%	13.2%	60.9%	10.6%	4.7%
总市值(百万元):	114,693.75	净利润(百万元)	5,651	6,338	14,305	16,972	18,754
总资产(百万元):	92,108.27	(+/-)YOY(%)	-10.3%	12.2%	125.7%	18.6%	10.5%
每股净资产(元):	6.20	全面摊薄 EPS(元)	0.77	0.86	1.95	2.31	2.56
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	30.4%	33.1%	38.5%	40.4%	42.1%
		净资产收益率(%)	14.7%	14.7%	26.0%	24.5%	22.0%
		资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.95	2.31	2.56
每股净资产	5.86	7.51	9.46	11.62
每股经营现金流	1.21	3.06	3.41	3.71
每股股利	0.46	0.31	0.36	0.40
价值评估(倍)				
P/E	19.36	8.02	6.76	6.12
P/B	2.87	2.08	1.65	1.35
P/S	3.74	2.16	1.95	1.87
EV/EBITDA	14.15	6.40	5.35	4.80
股息率%	2.7%	2.0%	2.3%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.1%	38.5%	40.4%	42.1%
净利润率	19.2%	27.0%	28.9%	30.5%
净资产收益率	14.7%	26.0%	24.5%	22.0%
资产回报率	7.1%	14.0%	14.2%	13.8%
投资回报率	10.0%	17.9%	17.8%	16.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.2%	60.9%	10.6%	4.7%
EBIT 增长率	19.6%	99.2%	17.4%	10.1%
净利润增长率	12.2%	125.7%	18.6%	10.5%
偿债能力指标				
资产负债率	52.0%	46.3%	41.8%	37.5%
流动比率	0.2	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.2
现金比率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.1
存货周转天数	23.4	21.5	24.9	25.5
总资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.7

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,338	14,305	16,972	18,754
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	2,202	4,755	5,839	6,997
非经营收益	857	1,206	1,184	1,186
营运资金变动	-499	2,204	1,048	274
经营活动现金流	8,898	22,471	25,042	27,211
资产	-11,529	-15,950	-20,506	-24,478
投资	0	-28	-28	-28
其他	0	378	96	100
投资活动现金流	-11,529	-15,600	-20,438	-24,406
债权募资	7,623	-2,285	1,000	900
股权募资	149	16	0	0
其他	-3,526	-3,053	-3,454	-3,768
融资活动现金流	4,246	-5,322	-2,454	-2,868
现金净流量	1,614	1,547	2,151	-63

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 22 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,983	53,066	58,703	61,470
营业成本	22,050	32,644	34,972	35,587
毛利率%	33.1%	38.5%	40.4%	42.1%
营业税金及附加	645	796	881	922
营业税金率%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	117	160	176	184
营业费用率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	875	1,167	1,291	1,352
管理费用率%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	756	955	1,057	1,106
研发费用率%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	8,556	17,040	20,011	22,038
财务费用	744	785	725	727
财务费用率%	2.3%	1.5%	1.2%	1.2%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	53	88	92
营业利润	7,828	16,686	19,772	21,770
营业外收支	-542	-431	-486	-458
利润总额	7,286	16,256	19,286	21,312
EBITDA	10,744	21,791	25,845	29,031
所得税	949	1,951	2,314	2,557
有效所得税率%	13.0%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	6,338	14,305	16,972	18,754

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,477	4,024	6,175	6,112
应收账款及应收票据	20	27	26	23
存货	1,575	2,332	2,499	2,543
其它流动资产	713	887	1,007	1,122
流动资产合计	4,786	7,271	9,707	9,799
长期股权投资	1,655	1,683	1,711	1,739
固定资产	43,216	59,671	75,922	92,243
在建工程	30,126	24,075	21,645	21,987
无形资产	5,027	4,900	4,774	4,647
非流动资产合计	84,780	95,244	109,450	126,498
资产总计	89,566	102,515	119,157	136,297
短期借款	760	560	560	560
应付票据及应付账款	1,489	2,205	2,363	2,404
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	19,002	22,135	23,317	23,709
流动负债合计	21,250	24,900	26,239	26,673
长期借款	21,513	19,513	20,313	21,113
其它长期负债	3,797	3,013	3,213	3,313
非流动负债合计	25,310	22,526	23,526	24,426
负债总计	46,560	47,427	49,765	51,099
实收资本	7,333	7,333	7,333	7,333
普通股股东权益	43,006	55,089	69,392	85,197
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	89,566	102,515	119,157	136,297

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。