

内蒙基地持续放量，业绩高增长

宝丰能源 (600989. SH)

核心观点

2025 年一季度，公司业绩顺利实现高增长，推测主要缘于内蒙项目的持续投产贡献。二季度预期内蒙项目将逐渐达到满负荷，而近期虽然烯烃跟随原油价格有所下跌，但得益于煤价下跌带来的更大业绩弹性，当前公司烯烃盈利仍然处在近年来的不错水平。展望 Q2 及全年，公司仍然可期继续维持高增长和高利润水平。综合而言，公司仍不失为行业一线优质标的。

事件

2025 年一季报：Q1 公司实现营业收入 107.71 亿元，同比+31%；实现归母净利 24.37 亿元，同比+71%。实现扣非净利 25.97 亿元。扣非环比+39%、同比+75%。归母利润落入此前业绩预告范围（23.5-25 亿）。

简评

内蒙基地的逐步放量是业绩高增长的主因

根据公司经营数据披露，公司 25 年一季度实现聚乙烯产量 52.25 万吨、聚丙烯产量 50.14 万吨，合计 102.39 万吨，环比 24Q4 增加了 36.66 万吨。在宁夏基地开工常年较高的情况下，可以推断该增量主要都来自于内蒙基地。我们推算如果 24Q4 宁夏基地的聚烯烃开工率为 115%、则内蒙基地烯烃产销量约为 43 万吨。已经达到额定产能的约 57%，标志着内蒙项目放量顺利。

内蒙基地有望二季度达到满产满效，极致成本优势+高效资本开支，成长逻辑通畅

内蒙 300 万吨煤制烯烃项目，根据公司公告预计于 25 年二季度完全投产。该项目是公司未来的关键增量，该项目投产后将使得公司烯烃产能翻倍有余，预计将极大增加公司营收、净利体量，同时进一步充分压低煤制烯烃成本，进一步提升公司竞争力。从而使得公司 2025 年业绩相比 24 年有明显增长。特别是使得 2024Q4、2025Q1、2025Q2 业绩逐季快速上台阶。

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

SFC 编号:BVG915

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

010-56135295

SAC 编号:S1440522080003

发布日期：2025 年 04 月 28 日

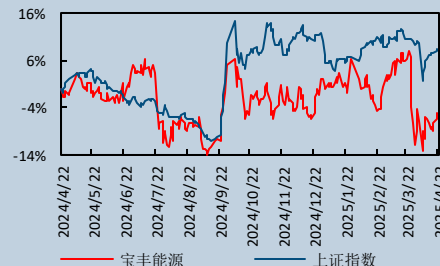
当前股价：15.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.53/-8.59	-6.24/-8.00	-7.95/-15.60
12 月最高/最低价 (元)		17.84/14.20
总股本 (万股)		733,336.00
流通 A 股 (万股)		733,336.00
总市值 (亿元)		1,146.94
流通市值 (亿元)		1,146.94
近 3 月日均成交量 (万)		3606.58
主要股东		
宁夏宝丰集团有限公司		35.65%

股价表现

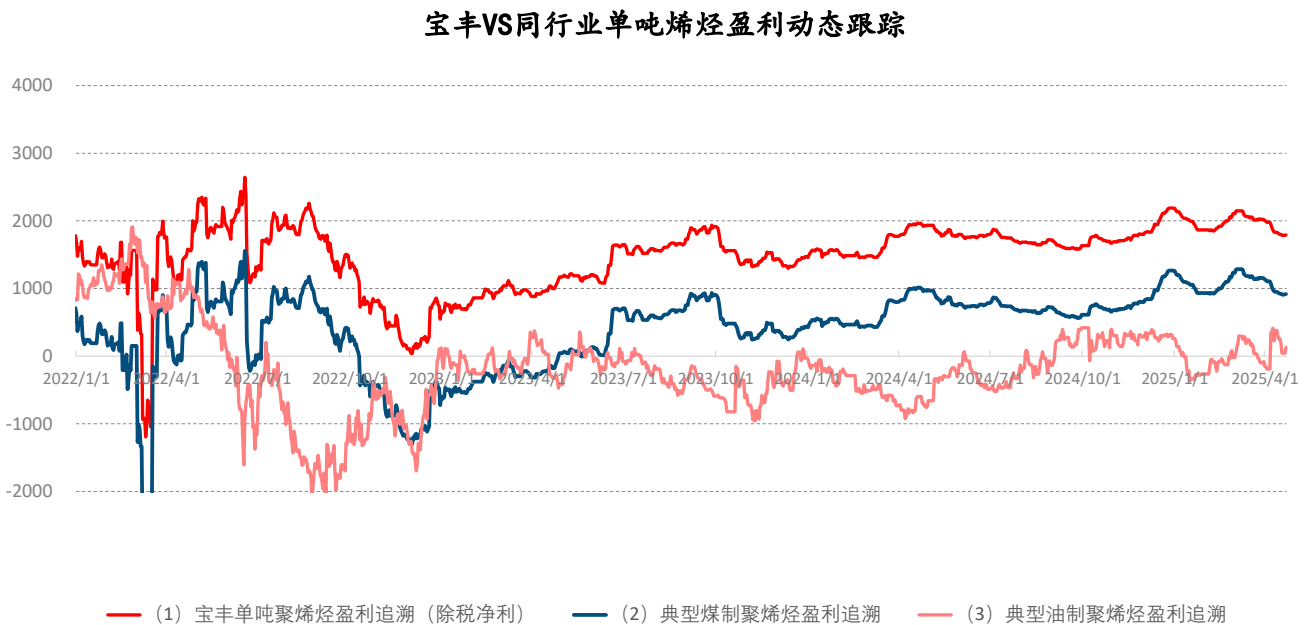


烯烃维持强成本优势；原油下跌后，动态盈利仍然相对稳健

宝丰能源位于全国四大现代煤化工示范基地之一的宁东基地，毗邻优质、低价的煤炭资源，区位优势明显。目前公司具备煤炭→甲醇→聚烯烃垂直产业链完整布局，同时将副产 C4、C5 等产品进一步加工为精细化工产品，煤化工产业链条高度一体化。加上公司的高效管理，公司因此具备显著成本竞争卓著，产品毛利率和 ROE 水平在近年均领先行业，煤制烯烃项目整体盈利水平在行业内居首。我们根据公司历史财务数据和行业情况推算出，如下图 1，大部分时候公司烯烃产品的盈利水平都领先其他煤头、油头企业约 1000-1500 元/吨（约 15-20% 净利率）。

从景气度角度上，以目前行业供需格局看我们认为烯烃行业景气主要取决于能源价格，具体来说，就是正相关于油煤价差。近期，由于全球宏观因素多变，原油价格出现明显下挫，烯烃价格也随之下跌。但是烯烃的煤炭单耗很高，实际上盈利受到煤价下跌的支撑更大。如下图 1，公司烯烃平均单吨盈利虽然有所下滑、但仍然处于近年来还不错的水平。

图 1：典型煤头、典型油头、宝丰能源的单吨聚烯烃盈利追溯对比（元/吨）



数据来源：wind、中信建投（典型煤头、典型油头的煤制烯烃成本、盈利由行业经验公式推算，宝丰能源的煤制烯烃成本、盈利由已披露的财务数据推算）

盈利预测和估值

我们对公司 2025、2026、2027 年公司归母净利润预测为 113.24、125.14、138.87 亿元，对应 PE 10.1、9.2、8.3 倍，持续推荐，维持“买入”评级。

表 1: 预测和比率 (人民币)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	29135.51	32982.89	47754.37	51817.42	56102.72
主营收入增长率 (%)	2.48%	13.21%	44.79%	8.51%	8.27%
净利润 (百万元)	5650.61	6337.68	11324.07	12514.39	13887.43
净利润增长率 (%)	-10.34%	12.16%	78.68%	10.51%	10.97%
ROE (%)	14.66%	14.74%	22.40%	21.25%	20.38%
EPS (元)	0.771	0.864	1.544	1.707	1.894
P/E	20.30	18.10	10.13	9.16	8.26
P/B	2.98	2.67	2.27	1.95	1.68

数据来源: Wind, 中信建投

风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求不振等风险:** 公司核心产品为聚烯烃和焦炭, 其下游需求都与宏观经济运行情况密切相关。当宏观经济出现大幅波动时, 可能导致公司产品需求及价格出现较大波动。
- 2、原油价格大幅波动风险:** 影响原油价格波动的因素极多、预测难度很大; 特别是近期各方面全球宏观因素波动很大, 可能会导致原油价格的大幅波动; 如果原油价格发生超预期的下跌, 可能会导致公司产品盈利情况出现较大波动。
- 3、新建项目审批和建设方向:** 公司正在推动新疆烯烃项目审批, 但存在该项目审批或建设不及预期的可能。
- 4、一年内被出具监管函:** 公司在 2024 年 11 月因为收购关联资产 (宝丰昱能综合蒸汽管线项目) 被交易所出具监管函。但相关资产交易规模仅占公司净资产不足百分之一, 且收购资产与公司主业具有显而易见的协同性 (热电联产)。我们认为该监管文件对公司生产经营不构成负面影响。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 7 年证券研究经验。

邓天泽

复旦大学物理学本科，人民大学金融学硕士。2019 年 7 月加入中信建投化工组，主要覆盖煤化工、吸附分离材料、饲料氨基酸、纯碱、钾肥、民爆等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk