

基础化工

2025 年 10 月 26 日

宝丰能源 (600989)

——Q3 业绩略超预期，内蒙一期达产且成本优势持续扩大

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 24 日

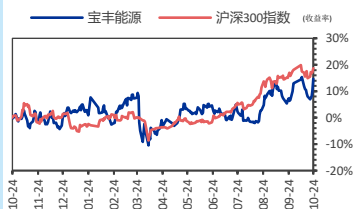
收盘价 (元)	18.10
一年内最高/最低 (元)	18.58/13.85
市净率	2.9
股息率% (分红/股价)	6.24
流通 A 股市值 (百万元)	132,734
上证指数/深证成指	3,950.31/13,289.18

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	6.27
资产负债率%	49.10
总股本/流通 A 股 (百万)	7,333/7,333
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com

联系人

任杰
(8621)23297818x
renjie@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**公司发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现营业收入 355.45 亿元 (YoY+46.43%)，归母净利润 89.50 亿元 (YoY+97.27%)，扣非归母净利润 89.72 亿元 (YoY+82.85%)；其中 2025Q3 实现营业收入 127.25 亿元 (YoY+72.49%，QoQ+5.61%)，归母净利润 32.32 亿元 (YoY+162.34%，QoQ-1.48%)，扣非归母净利润 33.92 亿元 (YoY+144.03%，QoQ+13.74%)，业绩略超预期。
- **烯烃价格回落背景下公司盈利能力逆势提升，25Q3 业绩略超预期。**2025 年前三季度，公司核心产品聚乙烯、聚丙烯、焦炭销量分别为 183.11、178.50、517.54 万吨，分别同比+100.56%、+96.07%、-13.83 万吨，聚乙烯、聚丙烯、焦炭均价分别为 6623、6333、1008 元/吨，分别同比-6.49%、-5.63%、-28.39%；其中 2025Q3 聚乙烯、聚丙烯、焦炭销量分别为 67.82、66.71、177.39 万吨，分别同比+42.77%、+41.50%、+0.32 万吨，分别环比+3.99%、+4.07%、+7.11 万吨，聚乙烯、聚丙烯、焦炭均价分别为 6439、6181、1005 元/吨，分别同比-8.32%、-9.19%、-23.20%，分别环比-0.85%、-2.61%、+6.71%。2025 年前三季度公司气化原料煤、炼焦精煤、动力煤采购均价分别为 448、740、325 元/吨，分别同比-19.02%、-31.82%、-23.99%，煤炭价格下行，聚烯烃价差修复。非经主要是捐赠支出的影响，2025 年公司拟向宁夏燕宝慈善基金会捐赠不超过 6 亿元，前三季度捐赠支出 4.5 亿元，其中 2025Q3 为 2 亿元。利润率方面，2025Q3 公司销售毛利率达 38.35% (YoY+4.23pct，QoQ+0.38pct)，扣非后销售净利率达 26.66% (YoY+7.82pct，QoQ+1.91pct)，公司盈利能力稳步提升，内蒙基地成本优势逐步兑现。
- **内蒙一期项目达产且成本持续优化，宁东四期正式开工预计 2026 年底投产。**2025H1 内蒙一期按计划建成投产并全面达产，内蒙一期项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，烯烃总产能为 300 万吨/年，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是首个规模化应用绿氢与现代煤化工协同生产工艺制烯烃的项目，内蒙一期项目投产后，公司烯烃产能达到 520 万吨/年，产能规模将跃居我国煤制烯烃行业第一位。与宁东本部项目相比：1) 内蒙项目地处富煤区，原料采购运距短，且项目向华东、华北等地区的销售运距更短，销售运输成本也略低；2) 内蒙项目采用目前国际国内最先进的 DMTO-Ⅲ 技术，单套装置烯烃产能规模提升至 100 万吨/年，规模效应带来单吨烯烃投资额及折旧成本、人工成本的下降；3) 内蒙项目应用了多项具有我国自主知识产权的先进技术和设备，实现了设备进口替代和智能化水平升级。综合比较，内蒙项目在原料、折旧、加工成本等方面更具优势，盈利水平预计提升 500 元/吨以上，未来竞争优势将进一步提升。宁东四期烯烃项目于 2025 年 4 月开工建设，且项目建设进展顺利，该项目计划于 2026 年底建成投产。
- **新疆准东 400 万吨煤制烯烃项目取得环评、安评等支持性文件专家评审意见，新疆项目打开中长期成长空间。**2024 年 7 月，新疆宝丰煤基新材料有限公司成立，宝丰能源持股 100%；据国家级新疆准东经济技术开发区官网，新疆宝丰煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目进入环境影响评价公众参与第一次公示阶段，项目位于将军庙矿区 5 号化工产业园区，包括 4×280 万吨/年甲醇、4×100 万吨/年甲醇制烯烃、4×110 万吨/年烯烃分离、3×65 万吨/年聚丙烯、3×65 万吨/年聚乙烯，1 套 25 万吨/年 C4 制 1-丁烯装置，1 套 29 万吨/年蒸汽裂解装置，1 套 3 万吨/年超高分子量聚乙烯装置，1 套 25 万吨/年 EVA 装置，1 套 5 万吨/年 MMA/PMMA 装置等。截至目前，新疆烯烃项目取得项目环评、安评等支持性文件专家评审意见。新疆煤制烯烃的最大优势在于低价的原料煤炭，预计本项目单吨盈利还将进一步提升，公司成长空间再次打开。
- **投资分析意见：**维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 135、151、160 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10、9、8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅下跌；产品价格大幅波动；项目建设进度不及预期；公司于 2023 年 7 月 28 日收到向特定对象发行股票申请文件的审核问询函，并于 2024 年 4 月 3 月公告回复，请投资者注意风险；公司于 4 月 18 日收到上交所《关于宁夏宝丰能源集团股份有限公司有关安全生产事故事项的监管工作函》，请投资者注意风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	32,983	35,545	55,372	56,490	59,240
同比增长率 (%)	13.2	46.4	67.9	2.0	4.9
归母净利润 (百万元)	6,338	8,950	13,523	15,052	16,041
同比增长率 (%)	12.2	97.3	113.4	11.3	6.6
每股收益 (元/股)	0.87	1.22	1.84	2.05	2.19
毛利率 (%)	33.1	37.3	36.0	39.0	39.6
ROE (%)	14.7	19.5	24.6	23.3	21.5
市盈率	21		10	9	8

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29,136	32,983	55,372	56,490	59,240
其中：营业收入	29,136	32,983	55,372	56,490	59,240
减：营业成本	20,279	22,050	35,437	34,463	35,753
减：税金及附加	467	645	1,052	1,130	1,185
主营业务利润	8,390	10,288	18,883	20,897	22,302
减：销售费用	86	117	221	226	237
减：管理费用	769	875	1,329	1,497	1,599
减：研发费用	431	756	1,163	1,299	1,422
减：财务费用	327	744	603	421	478
经营性利润	6,777	7,796	15,567	17,454	18,566
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-8	-14	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	94	47	0	0	0
营业利润	6,786	7,828	15,567	17,454	18,566
加：营业外净收入	-319	-542	-542	-542	-542
利润总额	6,467	7,286	15,025	16,912	18,024
减：所得税	816	949	1,503	1,860	1,983
净利润	5,651	6,338	13,523	15,052	16,041
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5,651	6,338	13,523	15,052	16,041

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。