

600989.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 32.96

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	69.0	43.1	84.5	89.9
相对上证综指	68.4	43.9	79.9	71.7

发行股数 (百万)	7,333.36
流通股 (百万)	7,333.36
总市值 (人民币 百万)	241,707.55
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,641.60
主要股东	
宁夏宝丰集团有限公司 (%)	35.65

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 3 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《宝丰能源》20250922

《宝丰能源》20250106

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学原料

证券分析师: 余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

宝丰能源

经营业绩高速增长, 烯烃产能顺利释放

公司发布 2025 年年报, 全年实现营业总收入 480.38 亿元, 同比增长 45.64%; 归母净利润 113.50 亿元, 同比增长 79.09%; 扣非归母净利润 115.20 亿元, 同比增长 69.91%。其中, 第四季度营收 124.93 亿元, 同比增长 43.46%; 归母净利润 24.00 亿元, 同比增长 33.29%。看好公司在煤制烯烃产业的领先优势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **内蒙古项目顺利放量, 烯烃产量大幅增长。**公司是煤制烯烃行业龙头企业, 烯烃产能达到 520 万吨/年。2025 年内蒙古基地 300 万吨/年煤制烯烃项目全面达产, 推动公司烯烃业务销量快速增长, 其中, 聚乙烯、聚丙烯分别实现销售 253.46 和 246.05 万吨, 同比增长 123.27%和 111.22%。2025 年公司聚乙烯、聚丙烯分别实现收入 164.06 和 151.42 亿元, 同比增长 103.88%、94.11%, 聚乙烯、聚丙烯销售均价分别为 6473、6154 元/吨, 同比分别下跌 8.69%、8.10%。随着内蒙古基地的全面投产, 公司的竞争力有望增强, 同时, 在地缘冲突加剧, 国际油价剧烈波动的背景下, 煤制烯烃工艺技术的战略价值持续凸显。
- **财务指标持续优化, 经营管理扎实稳健。**2025 年, 公司加权平均净资产收益率为 24.84% (同比+9.29 pct), 资产负债率为 46.32% (同比-5.66 pct), 销售毛利率为 35.92% (同比+2.77pct), 净利率为 23.63% (同比提升 4.41 pct)。公司经营管控更加精细, 2025 年公司深化“增收节支”行动, 全年增收 1.79 亿元, 节支 3.51 亿元, 原料供应保障有力, 2025 年新增煤炭供应商 9 家、新煤种 19 个。
- **在建项目有序推进, 技术创新持续加码。**2025 年内蒙古 300 万吨/年烯烃项目全面建成投产并创造良好效益, 宁东三期烯烃项目 OCC 装置、醋酸乙烯项目正式生产, 针状焦项目投入试生产, 截至 2025 年末, 宁东四期烯烃项目有序推进, 并计划于 2026 年底建成投产。2025 年, 公司开发聚烯烃新牌号产品 2 个、焦炭新产品 4 个, 完成 6 个聚烯烃新牌号的生产技术储备, “高压大规模干煤粉气流床气化技术”项目荣获中国石油和化学工业联合会科技进步奖二等奖。绿色低碳发展取得成效, 甲醇、烯烃单位产品碳排放强度分别下降 6.64%和 7.52%; 参与编制的《煤化工行业产品碳排放限值及应用研究》获中国石油和化学工业联合会集体二等奖。公司烯烃产能稳步扩张, 产品结构及能耗指标不断优化, 未来成长可期。

估值

- 公司内蒙古项目投产顺利, 煤制烯烃价差走扩, 调整 2026-2028 年盈利预测, 预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 2.14 元、2.18 元、2.19 元, 对应市盈率分别为 15.4 倍、15.1 倍、15.1 倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求恢复不及预期, 上游原材料价格剧烈波动, 行业产能大幅增加等。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	32,983	48,038	56,803	61,862	62,878
增长率(%)	13.2	45.6	18.2	8.9	1.6
EBITDA(人民币 百万)	10,713	17,597	23,362	23,956	24,348
归母净利润(人民币 百万)	6,338	11,350	15,665	16,019	16,053
增长率(%)	12.2	79.1	38.0	2.3	0.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.86	1.55	2.14	2.18	2.19
原先预测归母净利润(人民币 百万)	/	/	13,543	15,095	/
调整幅度(%)	/	/	15.67	6.12	/
市盈率(倍)	38.1	21.3	15.4	15.1	15.1
市净率(倍)	5.6	5.0	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA(倍)	14.2	9.8	11.1	10.6	10.1
每股股息(人民币)	0.4	0.3	1.0	1.0	1.0
股息率(%)	2.4	1.4	2.9	3.0	3.0
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.8	0.9	1.0
股息率(%)	1.9	2.4	4.6	5.2	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 公司 2025 年财务报告摘要

(百万元)	2025 年	2024 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	48,037.59	32,982.89	45.64
二、营业总成本	34,816.65	25,187.82	38.23
其中：营业成本	30,784.45	22,050.17	39.61
营业税金及附加	492.33	644.83	(23.65)
销售费用	123.59	117.37	5.30
管理费用	1,315.32	874.92	50.34
研发费用	961.15	756.14	27.11
财务费用	1,139.81	744.40	53.12
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	0.00	0.00	---
投资收益	358.11	16.10	2,124.53
资产处置收益	2.45	0.65	275.58
资产减值损失	(61.40)	0.00	----
信用减值损失	(6.51)	(14.26)	54.34
其他收益	155.03	30.78	403.76
四、营业利润	13,668.62	7,828.33	74.60
加：营业外收入	16.54	9.80	68.86
减：营业外支出	697.27	551.80	26.36
五、利润总额	12,987.90	7,286.32	78.25
减：所得税	1,637.60	948.65	72.63
六、净利润	11,350.30	6,337.68	79.09
减：少数股东损益	0.00	0.00	---
七、归属母公司净利润	11,350.30	6,337.68	79.09

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2025 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第四季度	2024 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	12,492.71	8,708.33	43.46
二、营业总成本	9,526.83	6,651.53	43.23
其中：营业成本	8,502.45	5,970.28	42.41
营业税金及附加	133.57	169.03	(20.98)
销售费用	34.86	34.02	2.47
管理费用	349.52	222.10	57.37
研发费用	226.00	71.87	214.46
财务费用	280.43	184.23	52.22
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	0.00	0.00	---
投资收益	(31.84)	(15.80)	(101.52)
资产处置收益	0.18	0.01	2,560.26
资产减值损失	(30.69)	0.00	----
信用减值损失	0.45	(2.38)	118.88
其他收益	33.59	8.31	304.18
四、营业利润	2,937.57	2,046.94	43.51
加：营业外收入	5.51	3.79	45.45
减：营业外支出	195.28	82.49	136.73
五、利润总额	2,747.80	1,968.23	39.61
减：所得税	347.39	167.35	107.59
六、净利润	2,400.41	1,800.89	33.29
减：少数股东损益	0.00	0.00	----
七、归属母公司净利润	2,400.41	1,800.89	33.29

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	32,983	48,038	56,803	61,862	62,878
营业收入	32,983	48,038	56,803	61,862	62,878
营业成本	22,050	30,784	33,740	38,250	39,415
营业税金及附加	645	492	738	804	817
销售费用	117	124	148	155	151
管理费用	875	1,315	1,522	1,627	1,635
研发费用	756	961	1,136	1,237	1,132
财务费用	744	1,140	1,076	940	841
其他收益	31	155	40	40	40
资产减值损失	0	(61)	0	0	0
信用减值损失	(14)	(7)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	1	2	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	358	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,828	13,669	18,458	18,863	18,902
营业外收入	10	17	10	10	10
营业外支出	552	697	500	500	500
利润总额	7,286	12,988	17,968	18,373	18,412
所得税	949	1,638	2,302	2,354	2,359
净利润	6,338	11,350	15,665	16,019	16,053
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	6,338	11,350	15,665	16,019	16,053
EBITDA	10,713	17,597	23,362	23,956	24,348
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.86	1.55	2.14	2.18	2.19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,786	4,773	14,307	16,851	23,260
货币资金	2,477	1,345	11,354	13,482	20,305
应收账款	20	37	26	29	41
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,575	1,966	1,970	2,280	1,880
预付账款	266	265	297	383	318
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	447	1,160	660	677	715
非流动资产	84,780	85,379	86,713	88,656	90,124
长期投资	1,655	360	360	360	360
固定资产	43,216	65,067	69,309	70,065	71,978
无形资产	5,027	4,922	4,869	4,806	4,733
其他长期资产	34,881	15,029	12,175	13,425	13,053
资产合计	89,566	90,152	101,020	105,507	113,384
流动负债	21,250	15,933	20,364	18,136	18,213
短期借款	760	0	0	0	0
应付账款	1,075	1,713	1,473	1,714	1,570
其他流动负债	19,415	14,220	18,891	16,422	16,642
非流动负债	25,310	25,829	23,650	21,554	20,525
长期借款	21,513	19,492	16,640	14,560	13,523
其他长期负债	3,797	6,337	7,010	6,994	7,002
负债合计	46,560	41,763	44,014	39,691	38,738
股本	7,333	7,333	7,333	7,333	7,333
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	43,006	48,390	57,006	65,816	74,646
负债和股东权益合计	89,566	90,152	101,020	105,507	113,384

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	6,338	11,350	15,665	16,019	16,053
折旧摊销	2,188	3,304	3,859	4,183	4,634
营运资金变动	3,131	(5,040)	3,799	(2,264)	821
其他	(2,759)	7,237	2,221	919	866
经营活动现金流	8,898	16,851	25,544	18,857	22,375
资本支出	(11,529)	(6,643)	(6,110)	(6,110)	(6,110)
投资变动	(28)	1,295	0	0	0
其他	28	(536)	(10)	(10)	(10)
投资活动现金流	(11,529)	(5,884)	(6,120)	(6,120)	(6,120)
银行借款	4,279	(2,781)	(2,852)	(2,080)	(1,037)
股权融资	(4,912)	(9,895)	(7,049)	(7,209)	(7,224)
其他	4,879	610	486	(1,320)	(1,171)
筹资活动现金流	4,246	(12,066)	(9,415)	(10,609)	(9,432)
净现金流	1,614	(1,099)	10,009	2,128	6,823

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	13.2	45.6	18.2	8.9	1.6
营业利润增长率(%)	15.4	74.6	35.0	2.2	0.2
归属于母公司净利润增长率(%)	12.2	79.1	38.0	2.3	0.2
息税前利润增长率(%)	20.1	67.7	36.5	1.4	(0.3)
息税折旧前利润增长率(%)	20.1	64.3	32.8	2.5	1.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	12.2	79.1	38.0	2.3	0.2
获利能力					
息税前利润率(%)	25.8	29.8	34.3	32.0	31.4
营业利润率(%)	23.7	28.5	32.5	30.5	30.1
毛利率(%)	33.1	35.9	40.6	38.2	37.3
归母净利润率(%)	19.2	23.6	27.6	25.9	25.5
ROE(%)	14.7	23.5	27.5	24.3	21.5
ROIC(%)	10.0	15.9	19.8	18.7	17.2
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.7	0.6	0.3	0.2	0.1
流动比率	0.2	0.3	0.7	0.9	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1,414.7	1,678.3	1,800.0	2,250.0	1,800.0
应付账款周转率	30.3	34.5	35.7	38.8	38.3
费用率					
销售费用率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
管理费用率(%)	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6
研发费用率(%)	2.3	2.0	2.0	2.0	1.8
财务费用率(%)	2.3	2.4	1.9	1.5	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	1.5	2.1	2.2	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	2.3	3.5	2.6	3.1
每股净资产(最新摊薄)	5.9	6.6	7.8	9.0	10.2
每股股息	0.4	0.3	1.0	1.0	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	38.1	21.3	15.4	15.1	15.1
P/B(最新摊薄)	5.6	5.0	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	14.2	9.8	11.1	10.6	10.1
价格/现金流(倍)	27.2	14.3	9.5	12.8	10.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371