

买入（维持）

新项目提升竞争力，继续推进规模扩张

宝丰能源（600989）深度报告

2026年1月29日

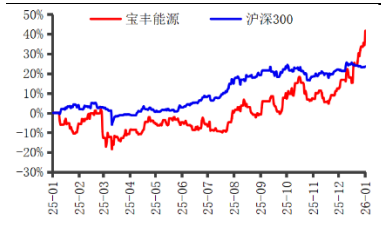
投资要点：

分析师：苏治彬  
SAC 执业证书编号：  
S0340523080001  
电话：0769-22110925  
邮箱：  
suzhibin@dgzq.com.cn

主要数据 2026年1月28日

收盘价(元)	23.82
总市值(亿元)	1,746.81
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	73.33
ROE(TTM)	23.39%
12月最高价(元)	24.13
12月最低价(元)	13.28

股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

相关报告

- **产能规模居中国煤制烯烃行业首位。**截至2025年6月末，公司内蒙一期烯烃项目建成投产并全面达产，该项目是全球单厂规模最大的煤制烯烃项目。随着该项目建成投产，公司烯烃产能达到520万吨/年，产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位，2025年前三季度公司聚烯烃产量达362.6万吨，同比大增119.9%。
- **新技术新项目助力提升公司竞争力。**依托项目的区位、技术等优势，内蒙一期项目单位烯烃成本低于宁东项目。根据2025年5月公司披露数据，内蒙一期项目产品成本比宁东项目下降约300元/吨。随着新技术新项目投入使用，公司烯烃产品平均成本有所下降，核心竞争力进一步提升。2025年前三季度，公司毛利率为37.3%，同比提升3.6个百分点。
- **公司项目储备丰富，在建或拟建项目保障持续成长。**宁东四期项目于2025年4月开工建设，计划于2026年底建成，投产后将为公司增加烯烃产能50万吨/年。另外，公司正在推进新疆项目、内蒙二期项目，其中，新疆项目烯烃产能高达400万吨/年，目前已上报至国家发改委审核，若通过审核并建成投产将大幅提升公司产能规模。
- **推进产品及工艺创新，完善产品矩阵。**2025年上半年，公司开发3个焦炭新产品以及10个煤种新配方，聚乙烯铬系大中空料TR571等完成工艺技术储备，聚烯烃产品5502S和V30G成功通过FDA和ROHS认证，科技创新成果丰硕。公司持续推进聚烯烃、焦炭等新产品研发，丰富产品线，完善产品矩阵。
- **自有煤矿助力降本。**原材料及辅料占公司焦化业务总成本的比例高达66%，精煤等原材料的价格对公司焦化业务的成本及利润有较大影响。据公司介绍，公司自产精煤的单位成本比外购精煤价格下降超50%。因此，相比外购精煤，公司采用自产煤炭可大幅降低焦化业务总成本。
- **投资建议：维持公司“买入”评级。**公司预计2025年实现归母净利润110亿-120亿元，同比大增73.6%-89.3%，主要因为内蒙大型烯烃项目投产，烯烃产销量同比显著增加。随着内蒙烯烃项目全面投产，公司烯烃产能达到520万吨/年，产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位，且公司项目储备丰富，在建或拟建项目有助于保障持续成长。同时，公司持续推进聚烯烃、焦炭等新产品研发，丰富产品线，完善产品矩阵，现已拥有茂金属聚乙烯、EVA等高端产品的生产能力，有望切入高端产品市场。另外，公司拥有煤矿，且自产精煤的单位成本大幅低于外购精煤价格，助力降低公司焦化业务总成本。预计2025-2027年公司每股收益分别为1.60元、1.80元、1.97元，对应PE估值分别为15倍、13倍、12倍。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；经济发展不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动风险等。

## 目录

1. 中国煤制烯烃领军企业	3
1.1 以煤制烯烃为发展主线	3
1.2 新能源与煤化工融合发展	4
1.3 经营业绩快速增长	4
2. 多因素促煤制烯烃行业良性发展	5
2.1 系列政策推动产业集聚发展	5
2.2 成本领先支撑行业良性发展	6
3. 多措并举推动增效降本	8
3.1 规模扩张促进增效降本	8
3.2 持续研发产出创新成果	10
3.3 自有煤矿助力降本	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

## 插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司业务收入构成	3
图 3：宝丰氢能	4
图 4：公司营收及同比增速	4
图 5：公司归母净利润及同比增速	4
图 6：中国原油对外依存度累计值	5
图 7：聚烯烃生产工艺流程简图	7
图 8：油制聚乙烯与煤制聚乙烯的市场价格（元/吨）	7
图 9：原油与动力煤的热值单价（美元/万大卡）	7
图 10：油制聚乙烯与煤制聚乙烯的生产成本（元/吨）	8
图 11：中国煤制聚乙烯产量及同比增速	8
图 12：中国煤制聚乙烯产能及同比增速	8
图 13：公司聚烯烃产量及同比增速	9
图 14：公司研发费用金额及同比增速	10
图 15：公司研发人员数量及占比	10
图 16：公司焦炭与蒸汽的生产流程	11
图 17：2024 年公司焦化业务总成本构成	12

## 表格目录

表 1：中国现代煤化工支持政策及内容	5
表 2：新疆现代煤化工政策及文件	6
表 3：内蒙一期项目与宁东项目对比	9
表 4：公司烯烃项目梳理	9
表 5：公司新产品研发成果	11
表 6：公司盈利预测简表（截至 1 月 28 日）	13

## 1. 中国煤制烯烃领军企业

### 1.1 以煤制烯烃为发展主线

公司有序发展煤制烯烃业务。2013 年公司收购东毅环保，强化甲醇生产能力。2014 年公司焦化废气综合利用制烯烃项目投产，具备聚乙烯、聚丙烯等产品的生产能力。2025 年公司内蒙烯烃项目全面投产，公司烯烃产能达到 520 万吨/年，产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位。

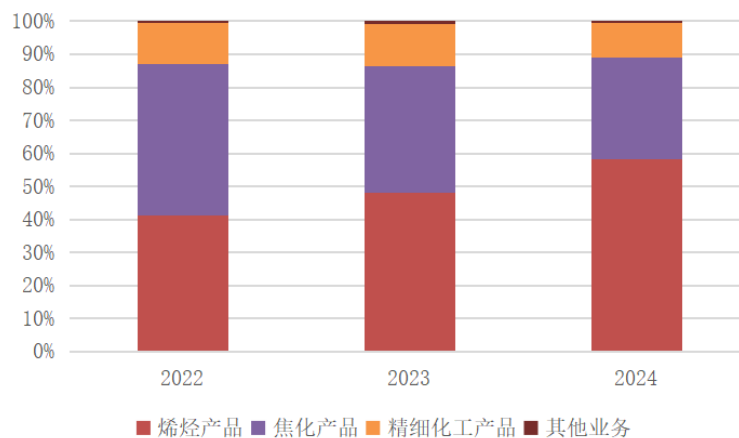
图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司 2025 年半年报，东莞证券研究所

以煤制烯烃为发展主线。2024 年，公司烯烃产品收入为 192.7 亿元，占公司营收的比例为 58.4%，近年来该项收入占比不断提升；焦化产品收入为 101.1 亿元，占比为 30.7%，近年来该项收入占比持续下降；精细化工产品收入为 34.3 亿元，占比为 10.4%。根据公司发展战略，公司将着力推动产品“高端化、差异化、定制化”发展，通过科技创新，不断强化升级煤化工关键核心技术、工艺和装备，一是大力发展新能源产业，做“风光氢储”与煤化工融合发展的领跑者；二是巩固煤制烯烃产业的行业领先地位，做大宗煤化工商品的提供者；三是着眼于抢占未来产业发展先机，建立全产业链化工新材料和高端精细化学品基地，做化工新材料和高端精细化学品的特定供应商。综合而言，公司以煤制烯烃为发展主线，随着烯烃项目的持续落地，烯烃产品收入占比不断提升。

图 2：公司业务收入构成



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 新能源与煤化工融合发展

构建“绿电—绿氢—绿色化工”链条。公司发展战略提到，大力发展新能源产业，做“风光氢储”与煤化工融合发展的领跑者。公司建设太阳能电解水制氢项目，利用“风光融合”产生的绿色电力制取绿氢（纯度 99.999%），并输入煤化工生产系统，用于生产绿色甲醇、绿色烯烃等高端化工产品。

图 3：宝丰氢能



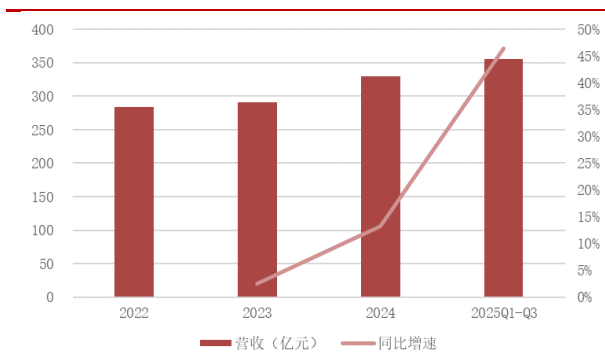
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**推进新能源与煤化工融合发展。**公司内蒙一期项目配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目，是全球首个规模化应用绿氢与煤化工协同生产工艺制烯烃的项目。公司正在推进的新疆示范项目预计将有一部分绿氢耦合制烯烃产能。综合来看，公司推进新能源与煤化工融合发展，规划绿氢设计产能达 31 亿标准立方米/年，每年可生产 145 万吨绿色甲醇、50 万吨绿色烯烃。

## 1.3 经营业绩快速增长

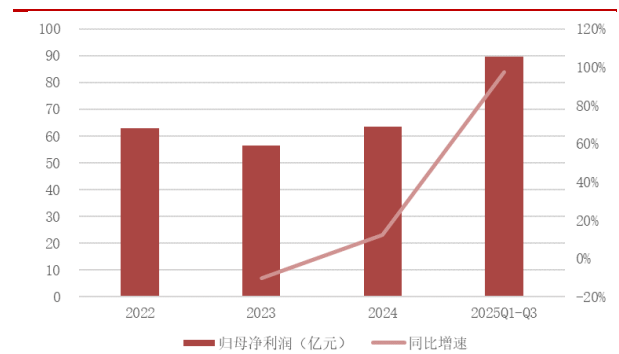
**经营业绩快速增长。**受益于聚烯烃产能、产销量同比增加，2024 年公司营收、归母净利润的同比增速均超 10%。公司预计 2025 年实现归母净利润 110 亿-120 亿元，同比大增 73.6%-89.3%，主要因为内蒙大型烯烃项目投产，烯烃产销量同比显著增加。

图4：公司营收及同比增速



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图5：公司归母净利润及同比增速



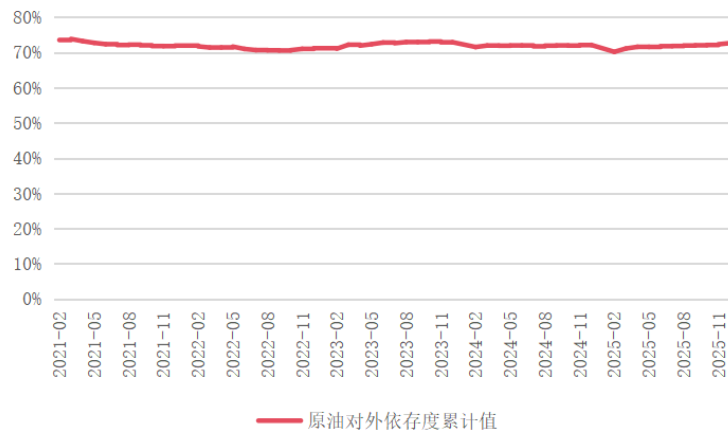
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2. 多因素促煤制烯烃行业良性发展

### 2.1 系列政策推动产业集聚发展

发展现代煤化工符合国家战略安全需要。由于富煤缺油少气的资源特征以及资源开发进展等因素，我国原油对外依存度高，当前原油对外依存度超过 70%。从国家战略安全角度看，在能源及化工领域寻找替代品、降低对原油的依赖性，具有重要意义。随着技术发展提升，现代煤化工产业能以煤炭部分替代石油和天然气的消耗，有助于原料多元化，为国家能源供应安全提供战略支撑。

图 6：中国原油对外依存度累计值



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

近年来我国出台一系列现代煤化工支持政策，推动产业集聚发展。《现代煤化工产业创新发展布局方案》提到，规划布局内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，推动产业集聚发展，逐步形成世界一流的现代煤化工产业示范区。

表 1：中国现代煤化工支持政策及内容

时间	政策	内容
2017 年	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	统筹区域资源供给、环境容量、产业基础等因素，结合全国主体功能区规划以及大型煤炭基地开发，按照生态优先、有序开发、规范发展、总量控制的要求，依托现有产业基础，采取产业园区化、装置大型化、产品多元化的方式，以石油化工产品能力补充为重点，规划布局内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，推动产业集聚发展，逐步形成世界一流的现代煤化工产业示范区。
2022 年	《现代煤化工建设项目环境影响评价文件审批原则》	新建、扩建现代煤化工项目应布设在依法合规设立的产业园区，并符合园区规划及规划环境影响评价要求。
2023 年	《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	按照区域重大战略和区域协调发展战略、国土空间规划、区域生态环境分区管控等要求，进一步加强规划引导，优化产业布局，推动存量现代煤化工项目加快实施先进技术装备改造升级，新建煤制烯烃、煤制对二甲苯（PX）、煤制甲醇、煤制乙二醇、煤制可降解材料等项目重点向煤水资源相对丰富、环境容量较好地区集中，促进产业集聚化、园区化发展。

2024年	《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》	有序发展煤炭原料化利用。加强煤基新材料应用创新，优化调整产品结构，加快煤基新型合成材料、先进碳材料、可降解材料等高端化工产品技术开发应用。加快煤制油气战略基地建设。加强煤制油气等产能和技术储备。推动煤化工与绿电、绿氢、储能、二氧化碳捕集利用与封存等耦合发展，打造低碳循环的煤炭高效转化产业链，促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。
2025年	《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2025年版）》	结合煤炭行业发展现状和潜力，在此前重点领域能效标杆水平和基准水平的基础上，将燃煤发电供热煤耗、煤制天然气等纳入范围。

资料来源：国家发改委，生态环境部办公厅，东莞证券研究所

**地方层面，现代煤化工政策有序落地。**新疆在《2025年自治区政府工作报告》中提到，积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。

表 2：新疆现代煤化工政策及文件

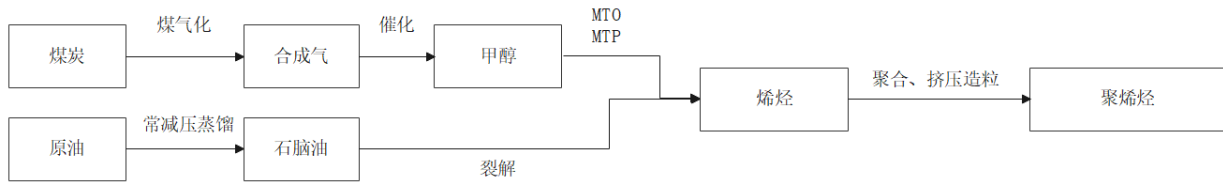
时间	政策及文件	内容
2022年	《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设 服务国家能源安全的实施方案》	充分发挥煤炭兜底保障作用，围绕国家“三基地一通道”建设，坚持先立后破，守住安全发展底线，以需定产，最大程度挖掘生产潜力，高标准规划建设一批大型现代化煤矿，增产能、增产量、增储备，有效支撑“疆电外送”“疆煤外运”、煤制油气战略基地等重大战略实施，服务和保障国家发展大局。
2023年	《新疆维吾尔自治区工业领域碳达峰实施方案》	加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，释放煤炭先进产能，加强煤制油气、富油低阶煤分质分级和清洁高效利用，大力发展现代煤化工，加快建设准东、哈密国家煤制油气战略基地，推进煤制油气产业向特种燃料、高端化学品等方向转变，发展煤制烯烃、芳烃、含氧化合物等基础化工原料以及高端聚烯烃、高性能聚酯、纤维等产品。
2024年	《关于推动矿业高质量发展的若干措施》	探索设立产业基金、股权投资基金，开展“百亿强企”“千亿跨越”大企业大集团培育行动，以油气、煤、铜、锂、镍等优势资源为依托，承接东中部地区产业组团式、链条式、集群式转移，招引一批重大矿业产业项目，大力发展铜镍、铅锌精深加工和新能源等领域应用产品，延伸做强硅基、锂基、铝基、钛基等产业链，发展壮大油气生产加工、煤炭煤电煤化工、绿色矿业等产业集群。
2025年	《2025年自治区政府工作报告》	积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。

资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府，新疆维吾尔自治区工业和信息化厅，东莞证券研究所

## 2.2 成本领先支撑行业良性发展

**油制、煤制工艺的最终产品均为聚烯烃。**目前生产聚烯烃主要采用油制、煤制两种工艺。两种工艺均先形成碳氢化合物，即乙烯、丙烯单体，再经过聚合、挤压造粒，形成最终的聚乙烯、聚丙烯产品，两种工艺的差异主要体现在生产流程前段，后段是相同的，生产的最终产品均为聚烯烃。

图 7：聚烯烃生产工艺流程简图



资料来源：宝丰能源招股说明书，东莞证券研究所

油制烯烃与煤制烯烃的市场价格相近。1 月 28 日，油制聚乙烯、煤制聚乙烯的市场价格均为 6900 元/吨。两种工艺的产品品质相近，市场价格也相近。

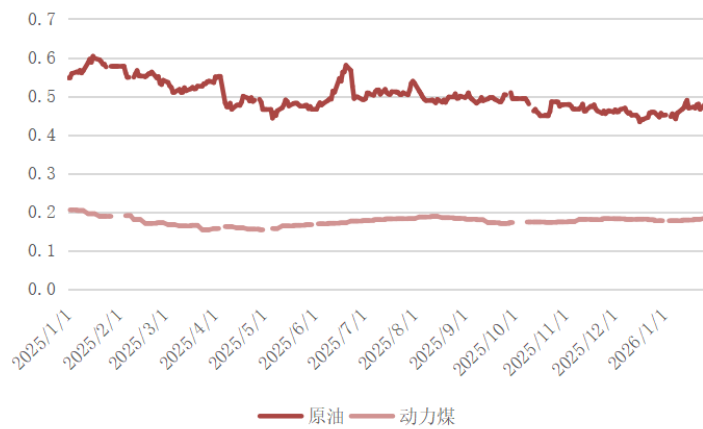
图 8：油制聚乙烯与煤制聚乙烯的市场价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

基于原油与煤炭的价格差距，煤炭的热值单价通常低于原油。1 月 28 日，原油、动力煤的热值单价分别为 0.49 美元/万大卡、0.18 美元/万大卡。基于原油与煤炭的价格差距，煤炭的热值单价通常低于原油。

图 9：原油与动力煤的热值单价（美元/万大卡）

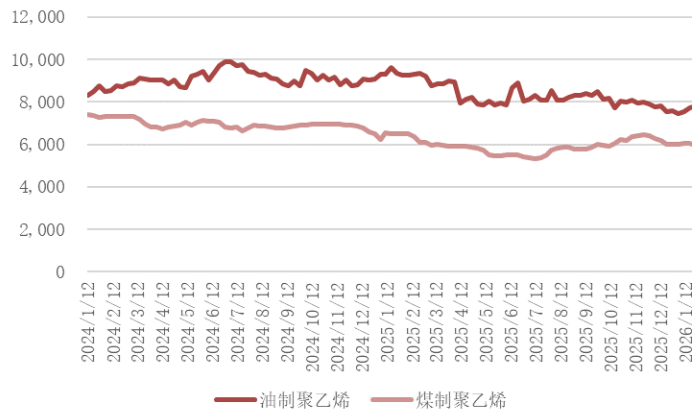


资料来源：生意社，iFinD，东莞证券研究所

相对于油制工艺，煤制工艺具有成本优势。截至 1 月 23 日，当周油制聚乙烯、煤制聚乙烯的成本分别为 7802 元/吨、5962 元/吨。由于原油、动力煤的热值单价差距较大，

生产过程中煤制工艺的单位能耗成本更低，进而导致生产成本更低，形成成本优势。

图 10：油制聚乙烯与煤制聚乙烯的生产成本（元/吨）

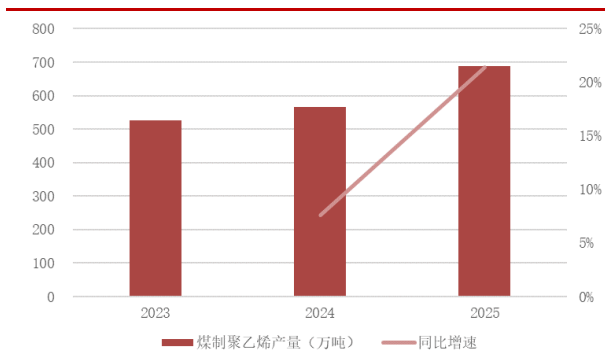


资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

**重点企业积极升级技术，释放先进产能。**以神华包头煤制烯烃升级示范项目为例，该项目是国能包头煤化工有限责任公司在已运行多年的世界首套煤制烯烃示范装置基础上实施的升级示范工程，将甲醇产能由 180 万吨/年提升到 380 万吨/年，聚烯烃产能由 60 万吨/年提升到 135 万吨/年，并通过与新能源同步规划建设，实现煤化工与绿电、绿氢、绿氧深度耦合发展。项目于 2025 年 2 月开工，预计 2026 年 12 月竣工。

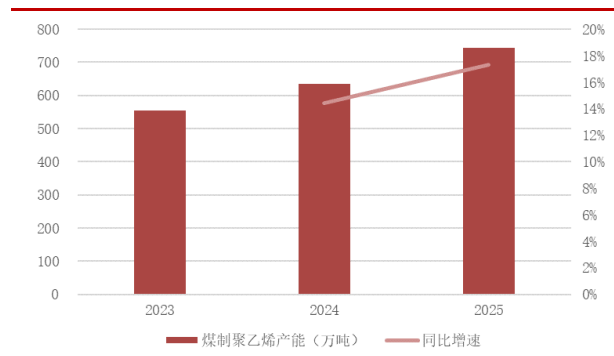
**近年来煤制烯烃规模快速提升**，2025 年中国煤制聚乙烯产量达到 689 万吨，同比增长 21%；截至 2025 年底，中国煤制聚乙烯产能达到 744 万吨，同比增长 17%。未来随着具备成本优势的先进产能逐步释放，煤制烯烃行业有望保持良性发展。

图 11：中国煤制聚乙烯产量及同比增速



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 12：中国煤制聚乙烯产能及同比增速



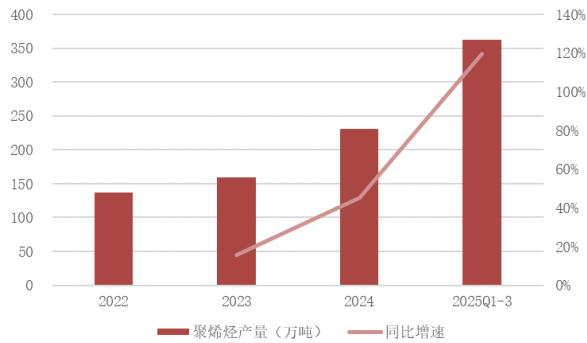
资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

### 3. 多措并举推动增效降本

#### 3.1 规模扩张促进增效降本

**产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位。**截至 2025 年 6 月末，公司内蒙一期烯烃项目建成投产并全面达产，该项目是全球单厂规模最大的煤制烯烃项目。随着该项目建成投产，公司烯烃产能达到 520 万吨/年，产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位，2025 年前三季度公司聚烯烃产量达 362.6 万吨，同比大增 119.9%。

图 13：公司聚烯烃产量及同比增速



资料来源：公司 2022-2024 年、2025 年前三季度主要经营数据公告，东莞证券研究所

**新技术新项目助力提升公司竞争力。**依托项目的区位、技术等优势，内蒙一期项目单位烯烃成本低于宁东项目。根据 2025 年 5 月公司披露数据，内蒙一期项目产品成本比宁东项目下降约 300 元/吨。随着新技术新项目投入使用，公司烯烃产品平均成本有所下降，核心竞争力进一步提升。2025 年前三季度，公司毛利率为 37.3%，同比提升 3.6 个百分点。

表 3：内蒙一期项目与宁东项目对比

内蒙一期项目与宁东项目对比	
区位	1. 内蒙一期项目距离原料煤主产地近，单吨原料煤采购成本相较宁东项目预计降低 40-50 元/吨。 2. 内蒙一期项目更靠近华东、华北等产品销售区域，销售运距更短，销售运输成本也略低。
技术	1. 内蒙一期项目采用先进的 DMT0-III 技术，单套装置烯烃产能规模提升至 100 万吨，规模效应带来单吨烯烃投资额及折旧成本下降。 2. 该技术可实现更高的烯烃收率，单吨烯烃消耗甲醇量下降至 2.66 吨。

资料来源：20250304 公司投资者互动问答，20230731 机构调研，东莞证券研究所

**公司项目储备丰富，在建或拟建项目保障持续成长。**宁东四期项目于 2025 年 4 月开工建设，计划于 2026 年底建成，投产后将为公司增加烯烃产能 50 万吨/年。另外，公司正在推进新疆项目、内蒙二期项目，其中，新疆项目烯烃产能高达 400 万吨/年，目前已上报至国家发改委审核，若通过审核并建成投产将大幅提升公司产能规模。

表 4：公司烯烃项目梳理

项目简称	项目进展	烯烃产能 (万吨/年)
宁东一、二、三期项目	宁东一期项目于 2014 年建成投产；二期项目于 2019 年建成投产；三期项目于 2023 年建成投产。	220
内蒙一期项目	截至 2025 年 6 月末，已全面达产。	300
宁东四期项目	2025 年 4 月开工建设，且项目建设进展顺利，截至 7 月底，设计到图率 24%，设备订货率达 80%，土建基础施工完成 80%，土建主体框架施工完成 35%，钢结构已全面开始图纸深化及加工制作，该项目计划于 2026 年底建成投产。	50
新疆项目	公司正在推进项目，目前已上报至国家发改委审核。	400
内蒙二期项目	公司正在推进项目前期工作。	100

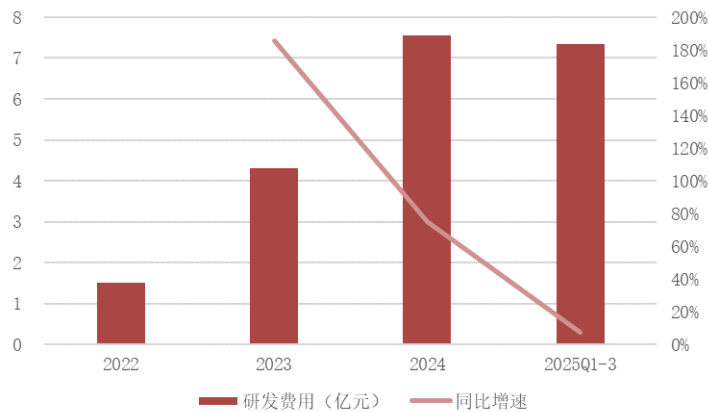
资料来源：20210709、20230511、20231018、20250304、20250508、20251215 公司投资者互动问答，公司 2025 年半年报，国家级新疆准东经济技术开发区，东莞证券研究所

### 3.2 持续研发产出创新成果

**高度重视研发创新。**公司与国内外一流的科研院所、专利商和设备制造商合作，推进原始创新、集成创新和消化吸收再创新，进行诸多开创性探索实践。公司主要开展的研发项目包括《利安德巴塞尔 ACP 高密度聚乙烯生产工艺新型催化剂研究》等，重点研发项目《煤储运物流园区用智能方舱及其控制系统研发》、《高透明无规共聚聚丙烯制备技术》顺利通过政府验收结题，申报《焦油渣无害化处理》《高熔指聚丙烯制备》2 项科技项目。

**持续加大研发投入。**2023 年及 2024 年，公司研发费用金额大幅增长，公司加大研发投入，强化研发体系建设，推进产学研合作，推动百万吨级 DMT0 首套新技术落地。2025 年前三季度，公司继续加大研发投入，研发费用金额同比增长。

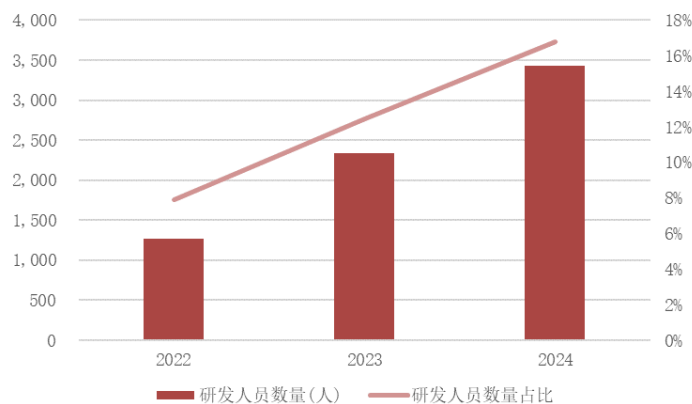
图 14：公司研发费用金额及同比增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

**公司坚持人才强企战略，**统筹人才培养和引进中长期规划。2024 年，公司研发人员数量为 3426 人，研发人员数量占公司总人数的比例为 16.8%，近年来公司研发人员数量及占比快速提升。同时，公司健全多层次、全覆盖的人才培育开发和继续教育体系，通过师带徒授课、老带新传承等形式，促进员工能力提升，助力公司高质量发展。

图 15：公司研发人员数量及占比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

**推进产品及工艺创新，完善产品矩阵。**2025 年上半年，公司开发 3 个焦炭新产品以及 10 个煤种新配方，聚乙烯铬系大中空料 TR571 等完成工艺技术储备，聚烯烃产品 5502S

和 V30G 成功通过 FDA 和 ROHS 认证，科技创新成果丰硕。公司持续推进聚烯烃、焦炭等新产品研发，丰富产品线，完善产品矩阵。

表 5：公司新产品研发成果

时间	新产品研发成果
2023 年	完成铬系低压膜料 TR144、中空料 HXM50100、无规透明料 MT12 等新产品的开发、生产与销售，管材料 TRB432 的认证工作接近尾声，完成高融抗冲 K9928H、丙丁共聚 K1870B、中融注塑 DNDA-8320 等聚烯烃新产品的技术储备。 开发了 5 种焦炭新产品；完成了 9 个新产品配方的技术储备。
2024 年	开发聚丙烯 MT25、550J、EP300H 和 EVA2825、2806 和 2426H 等 6 个聚烯烃新牌号产品。 开发 86 焦 S1.3、83 焦 S1.8、84 焦 S1.8、85 焦 S2.0、84 化工焦 S0.9、85 化工焦 S1.9 等 6 个焦炭新品种。
2025 年上半年	开发 3 个焦炭新产品以及 10 个煤种新配方。 聚乙烯铬系大中空料 TR571、铬系膜料 TR131、聚丙烯 CPP 膜料及透明料 K4925、聚乙烯膜料 ACP9255 和聚丙烯高熔共聚 EP548R 完成工艺技术储备，聚烯烃产品 5502S 和 V30G 成功通过 FDA 和 ROHS 认证。

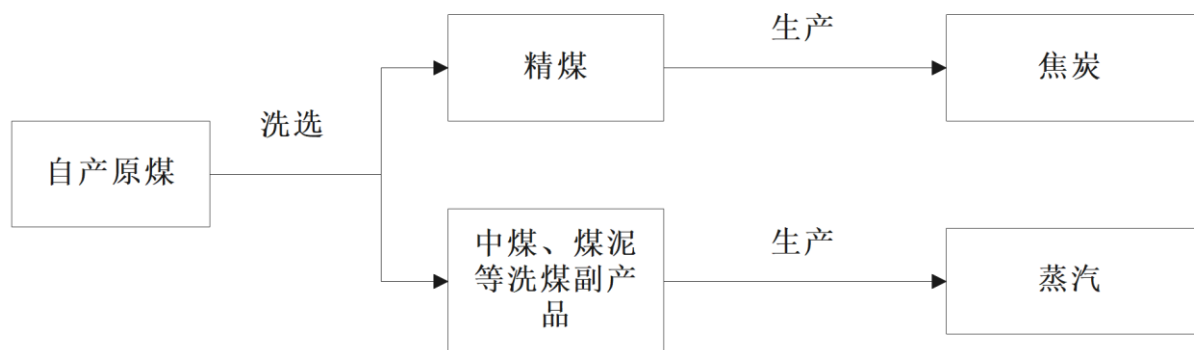
资料来源：公司 2023-2024 年年报，2025 年半年报，东莞证券研究所

**公司拥有高端产品的生产能力。**新型催化剂技术、高压聚合技术等先进聚烯烃技术的发展改变了聚烯烃材料的分子量分布、熔体流动性和结晶度，提高了聚烯烃材料的物理力学性能、热稳定性和熔体粘度，出现了诸如茂金属聚烯烃、高碳  $\alpha$  烯烃、超高分子量聚烯烃等强度和韧性更高的产品，以及其他透明性、密封性、弹性更好的产品，拓宽了聚烯烃产品在更多领域的应用，扩大了对金属、玻璃、陶瓷、木材等产品的替代。公司宁东二期烯烃项目具备生产高端聚乙烯双峰产品、茂金属聚乙烯产品的能力，宁东三期烯烃项目具备生产高端产品 25 万吨/年 EVA 的能力。综合来看，公司主动把握行业发展机遇，积极研发先进聚烯烃技术，现已拥有茂金属聚乙烯、EVA 等高端产品的生产能力，有望切入高端产品市场。

### 3.3 自有煤矿助力降本

**公司拥有煤矿。**目前公司自有煤矿的产能为 820 万吨/年，自产原煤经过洗选后得到精煤及中煤、煤泥等洗煤副产品，其中精煤用于生产焦炭，以自产原煤 50%-55% 的精煤洗出率计算，公司自产精煤的产能约 410 万-450 万吨/年；洗煤副产品用于生产蒸汽供生产系统使用，助力减少公司动力煤采购数量及费用。

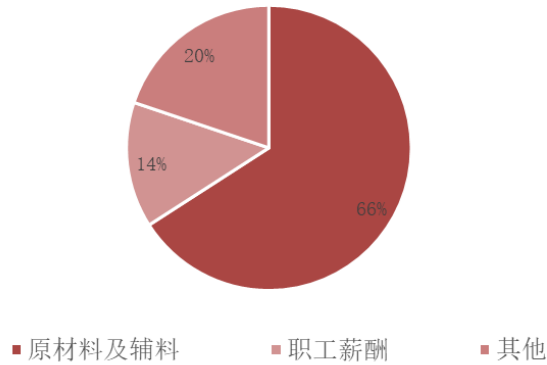
图 16：公司焦炭与蒸汽的生产流程



资料来源：20250919 公司投资者互动问答，东莞证券研究所

**自有煤矿助力降本。**原材料及辅料占公司焦化业务总成本的比例高达 66%，精煤等原材料的价格对公司焦化业务的成本及利润有较大影响。据公司介绍，公司自产精煤的单位成本比外购精煤价格下降超 50%。因此，相比外购精煤，公司采用自产煤炭可大幅降低焦化业务总成本。

图 17：2024 年公司焦化业务总成本构成



资料来源：公司 2024 年年报，东莞证券研究所

#### 4. 投资建议

**维持公司“买入”评级。**公司预计 2025 年实现归母净利润 110 亿-120 亿元，同比大增 73.6%-89.3%，主要因为内蒙大型烯烃项目投产，烯烃产销量同比显著增加。随着内蒙烯烃项目全面投产，公司烯烃产能达到 520 万吨/年，产能规模跃居中国煤制烯烃行业首位，且公司项目储备丰富，在建或拟建项目有助于保障持续成长。同时，公司持续推进聚烯烃、焦炭等新产品研发，丰富产品线，完善产品矩阵，现已拥有茂金属聚乙烯、EVA 等高端产品的生产能力，有望切入高端产品市场。另外，公司拥有煤矿，且自产精煤的单位成本大幅低于外购精煤价格，助力降低公司焦化业务总成本。预计 2025-2027 年公司每股收益分别为 1.60 元、1.80 元、1.97 元，对应 PE 估值分别为 15 倍、13 倍、12 倍。维持公司“买入”评级。

表 6：公司盈利预测简表（截至 1 月 28 日）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>32983</b>	<b>50118</b>	<b>54164</b>	<b>58614</b>
<b>营业总成本</b>	<b>25188</b>	<b>36710</b>	<b>38692</b>	<b>41760</b>
营业成本	22050	32375	34034	36749
营业税金及附加	645	652	677	703
销售费用	117	125	135	147
管理费用	875	1353	1462	1583
财务费用	744	1203	1300	1407
研发费用	756	1002	1083	1172
<b>其他经营收益</b>	<b>33</b>	<b>407</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	16	400	10	10
其他收益	31	60	30	30
<b>营业利润</b>	<b>7828</b>	<b>13814</b>	<b>15502</b>	<b>16884</b>
加 营业外收入	10	12	12	12
减 营业外支出	552	510	490	490
<b>利润总额</b>	<b>7286</b>	<b>13316</b>	<b>15024</b>	<b>16406</b>
减 所得税费用	949	1598	1803	1969
<b>净利润</b>	<b>6338</b>	<b>11718</b>	<b>13221</b>	<b>14437</b>
减 少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>6338</b>	<b>11718</b>	<b>13221</b>	<b>14437</b>
<b>基本每股收益（元）</b>	<b>0.86</b>	<b>1.60</b>	<b>1.80</b>	<b>1.97</b>

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

- （1）政策推进不及预期：目前我国鼓励煤炭清洁高效利用，并制定了一系列支持政策。若相关政策在未来出现重大不利变化，将对公司造成不利影响。
- （2）经济发展不及预期：煤制烯烃产品的需求受经济周期影响较大。若未来经济发展不及预期，将影响煤制烯烃产品的需求，从而公司将受到影响。
- （3）产品价格波动风险：公司的主要产品为煤制烯烃等。产品价格大幅波动可能会对公司的业绩造成直接影响。
- （4）原材料价格波动风险：煤制烯烃产品的主要原材料为煤炭，公司通常需要外购煤炭进行生产。若煤炭价格出现大幅波动，将影响公司的业绩。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn