



公司研究 | 深度报告 | 宝丰能源 (600989.SH)

宝丰能源系列报告(四): 新疆煤化工熠熠生辉, 聚烯烃龙头扬帆远航

报告要点

至暗时刻已过，聚烯烃行业格局企稳向好，同时，煤制烯烃较油头等路线具备更高经济效益。新疆具备优秀的煤炭资源禀赋，十四五以来在国家政策的支持下，各产业要素加速配套，支持新疆实现资源优势向经济优势的转化；此外，疆煤低成本打造新疆煤制烯烃成本洼地，未来宝丰能源布局新疆项目加速推进，同时打开成长空间。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

宝丰能源 (600989.SH)

宝丰能源系列报告(四): 新疆煤化工熠熠生辉, 聚烯烃龙头扬帆远航

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

为何看好煤制烯烃?

至暗时刻已过, 聚烯烃行业格局企稳向好。聚烯烃为重要国民经济化工品, 被广泛用于农业、包装行业、日用品行业、汽车制造业、家电制造业、管道制造、建材家居业及化工等行业。近年来由于房地产等行业拖累, 聚烯烃需求增速由过往 2 位数增速水平下调至 GDP 增速水平, 与此同时, 2019 年以来炼化行业油头烯烃产能大幅扩张, 同时煤头和气头工艺路线供给也显著增长, 供强需弱导致行业盈利被显著压缩。不过, 随着未来随着供给增速下滑及需求端持续修复, 行业格局有望企稳向好。

煤头路线成本优势显著。聚烯烃生产可分为油头、气头及煤头三种工艺路线, 在我国以石脑油裂解制烯烃工艺为主。我国原油、乙烷、丙烷等资源具有较高进口的进口依存度, 而煤制烯烃依托“富煤贫油少气”的能源格局, 原料来源稳定可靠, 具有更高的战略定位。从成本端看, 原油价格受成本端支撑等因素影响, 长期处于中高位运行态势, 煤制烯烃具备更强成本优势。

为何看好新疆煤制烯烃?

新疆煤炭资源优势转化, 成本竞争力显著。煤化工发展核心要素是原料、能源及配套等, 即原料煤、燃料煤、水资源、蒸汽及电力等。**政策:**新疆全面将加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设, 充分释放煤炭先进优质产能, 同时, 政府对新型煤化工产业的发展给予了大力支持, 通过政策引导、财政补贴等方式, 鼓励企业加大对新型煤化工产业的投资力度;**原料:**从全国范围来看, 新疆具有储量大, 开采条件好等优异的煤炭资源禀赋, 十三五期间新疆准东被列为四大煤化工基地之一, 开采成本较低, 同时对应蒸汽及电力等成本优势也较为显著;**配套:**十四五以来, 国家鼓励新疆煤炭和煤化工基地建设, 水、铁路等资源的持续配套, 共同支撑新疆实现资源优势到产业优势的转化, 随着新疆铁路、水利工程等配套设施的完备, 新疆煤制烯烃发展优势逐步显现;**成本:**受制于高昂的出疆运费, 疆煤价格长时间来被压制在低水平, 疆煤就地转化制备高附加值的烯烃产品, 具有显著的成本竞争力。经测算, 若宝丰新疆项目成功落地, 较内蒙古鄂尔多斯地区可实现超 1200 元/吨的成本优势。

为何看好宝丰能源?

宝丰能源作为煤制烯烃龙头企业, 高成长 and 低成本并行。公司目前具有宁东基地 220 万吨煤制烯烃产能, 2024 年底内蒙项目投产后, 公司煤制烯烃产能有望达到 520 万吨以上; 同时, 公司远期布局新疆项目, 有望实现量价齐增空间。公司通过低投资强度实现较低的折旧与摊销, 并通过持续的工艺创新, 不断降低产品单耗、能耗、水耗等。先进工艺除了带来成本端优势外, 也在严控增量的政策背景下, 打开更大稀缺增量空间。

投资建议

作为国内产业集群化发展的煤基多联产循环经济企业, 随着公司新建项目的陆续投产, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 62.4 亿元、136.2 亿元、155.4 亿元, 对应 2024 年 11 月 27 日收盘价的 PE 为 19.4X、8.9X、7.8X, 维持“买入”评级。

风险提示

1、原料价格大幅上涨或者产品价格大幅下滑; 2、下游需求增速不及预期; 3、项目进度不及预期; 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.52
总股本(万股)	733,336
流通A股/B股(万股)	733,336/0
每股净资产(元)	5.64
近12月最高/最低价(元)	19.07/12.84

注: 股价为 2024 年 11 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《内蒙项目开始投产, 新疆项目打开成长空间》
2024-11-01
- 《内蒙项目投产在即, 新疆项目打开成长空间》
2024-08-25
- 《业绩同比改善, 内蒙项目投产在即》
2024-05-04



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

为何看好煤制烯烃？	6
聚烯烃需求增速有所放缓，供给增速显著回落.....	6
原料：“富煤贫油少气”，煤炭筑牢能源安全基石	10
油价中高位震荡，煤制烯烃更具成本优势	11
为何看好新疆煤制烯烃？	12
政策：政府大力支持，新疆煤化工发展正当时.....	12
原料：疆煤资源禀赋优秀，抢抓新疆煤化工发展机遇.....	13
配套：基础设施建设先行，实现资源优势向产业优势转化	14
成本：受益于疆煤价格低廉，煤制烯烃项目经济效益显著	16
为何看好宝丰能源？	18
高成长：全产业链布局，发展动能充足	18
低成本：优质节能高效，确立成本领先优势	19
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表目录

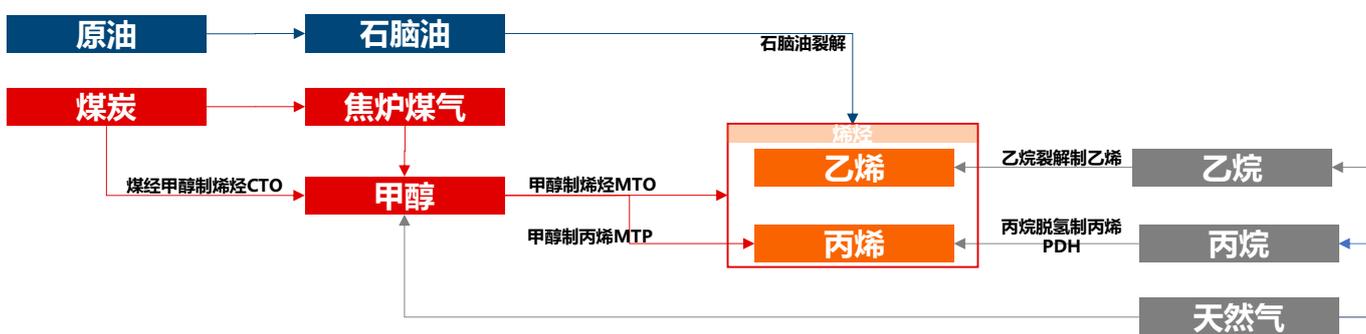
图 1：三种典型烯烃制取工艺路线示意图.....	6
图 2：我国聚乙烯产能占比（按工艺统计，2023 年）	6
图 3：我国聚丙烯产能占比（按工艺统计，2023 年）	6
图 4：聚烯烃产业链梳理	7
图 5：房地产竣工及开工面积变化.....	7
图 6：房地产行业景气度变化.....	7
图 7：PE&PP 需求变化.....	8
图 8：聚烯烃需求增速回归 GDP 增速水平	8
图 9：PE&PP 产能变化.....	8
图 10：PE&PP 未来产能规划	8
图 11：PP 不同工艺年均毛利（元/吨，按单耗 6 测算）	9
图 12：PE 不同工艺年均毛利（元/吨，按单耗 6 测算）	9
图 13：世界煤炭资源储量分布(2020)	10
图 14：世界煤炭产量占比变化.....	10
图 15：原料对外依存度.....	10
图 16：原煤产量逐年增长（万吨）	11
图 17：原煤及褐煤进口量变化（万吨）	11
图 18：OPEC+财政平衡油价预测（美元/桶）	11
图 19：原油及动力煤价格走势图	11
图 20：新疆煤制烯烃核心优势分析.....	13
图 21：新疆煤炭产量变化	14

图 22: 新疆煤炭产量占比不断提升.....	14
图 23: 现代煤化工水耗准入值与先进值	14
图 24: 新疆供水工程梳理	15
图 25: 新疆出疆铁路通道建设.....	16
图 26: 新疆煤制烯烃成本优势显著.....	16
图 27: 不同产区动力煤坑口价 (元/吨)	17
图 28: 不同产区动力煤坑口价价差 (元/吨)	17
图 29: 宝丰能源新疆煤制烯烃较鄂尔多斯项目成本优势.....	17
图 30: 宝丰能源发展历程及产业链布局	18
图 31: 宝丰能源煤制烯烃产能梳理.....	18
图 32: 聚乙烯单位售价变化 (元/吨)	19
图 33: 聚乙烯单位成本变化 (元/吨)	19
图 34: 聚乙烯单位毛利变化 (元/吨)	19
图 35: 聚乙烯毛利率变化	19
图 36: 宝丰能源 vs 中国神华成本差异归因.....	20
图 37: 宝丰、上海石化、卫星 ROE (摊薄) 对比	20
图 38: 不同项目投资强度对比.....	20
图 39: 宝丰能源 vs 中国神华折旧年限对比.....	20
图 40: 甲醇对应煤炭单耗 (吨/吨)	20
图 41: 烯烃对应甲醇单耗 (吨/吨)	20
图 42: 宝丰能源气化原料煤采购单耗 (吨/吨)	21
图 43: 宝丰能源在煤制烯烃行业是能耗领跑者和水耗领跑者.....	21
表 1: 聚烯烃不同工艺路线对比	9
表 2: 新疆煤化工部分项目统计	12
表 3: 新疆准东部分煤化工耗水量测算	15
表 4: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 百万元)	23

为何看好煤制烯烃？

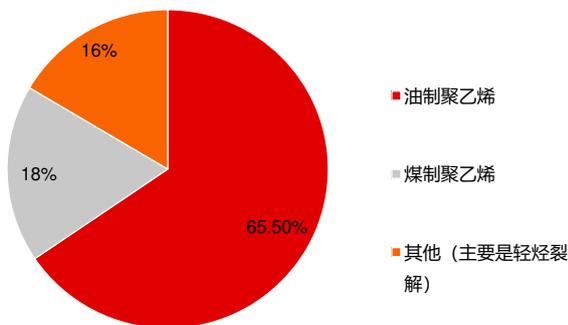
聚烯烃是经石油、煤炭等一次能源经过系列深加工得到，其中油头工艺占比最高。聚烯烃上游为石油化工、煤化工、气化工等产业链，加工得到乙烯、丙烯单体，进一步聚合可得到聚乙烯和聚丙烯。石脑油裂解得到乙烯、丙烯混合物，油田伴生的天然气经分离可得到乙烷、丙烷等轻烃，乙烷裂解制乙烯，丙烷脱氢制丙烯（PDH）也具备成熟的工艺路线。煤制烯烃（CTO）经过煤制甲醇、甲醇制烯烃工艺可生产得到烯烃单体，根据产物的收率不同，又可细分为甲醇制烯烃（MTO，乙烯、丙烯产率相当）和甲醇制丙烯（MTP，主要产物为丙烯）工艺。从国内来看，油头工艺产能占比最高。

图 1：三种典型烯烃制取工艺路线示意图



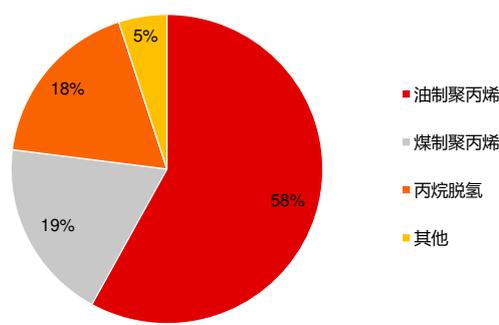
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 2：我国聚乙烯产能占比（按工艺统计，2023 年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：我国聚丙烯产能占比（按工艺统计，2023 年）

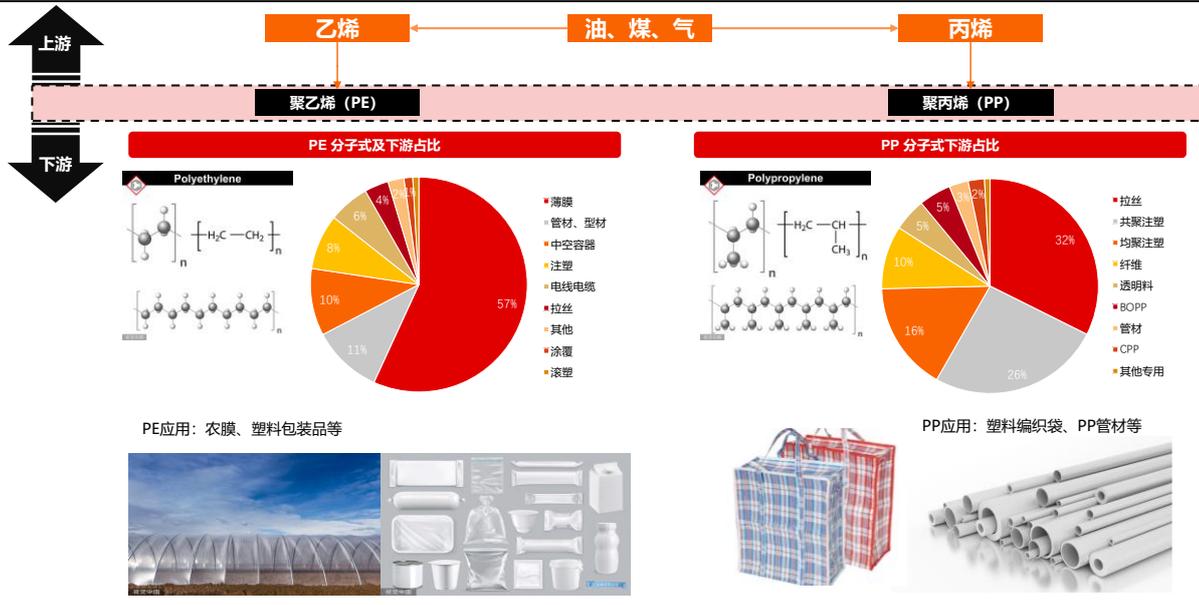


资料来源：公司公告，长江证券研究所

聚烯烃需求增速有所放缓，供给增速显著回落

聚烯烃为重要国民经济化工品。PE、PP 为使用量最大的通用塑料，分子和结构的不同，使用场景也存在一定差异。PE 具有较好的可塑性和延展性，主要用于薄膜的生产，例如农膜、塑料袋、包装膜等。PP 较于 PE 有更高的强度、熔点等性能，被广泛用于生产编织袋、注塑成型、丙纶等。PE、PP 下游应用广泛，涉及农业、建筑业、制造业等多行业，与国民经济发展密切相关。

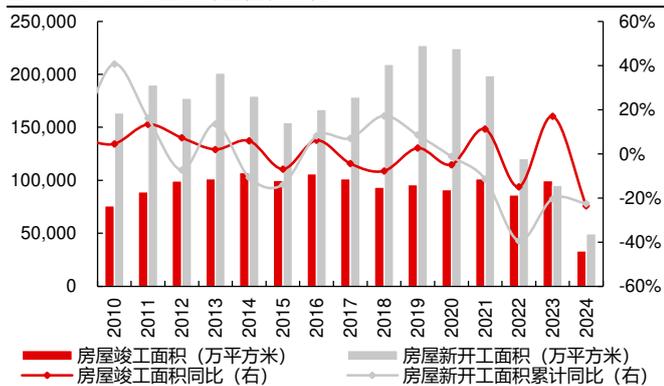
图 4：聚烯烃产业链梳理



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

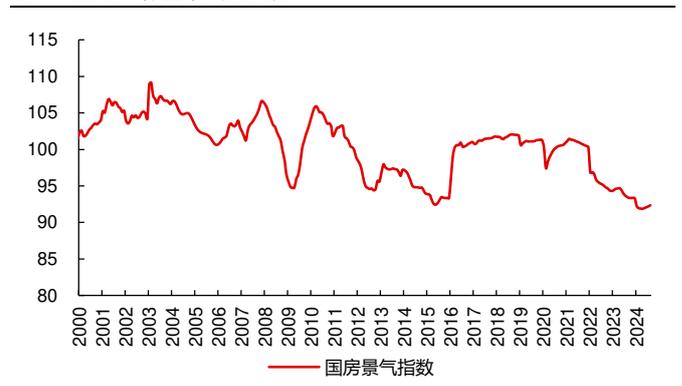
伴随经济形势的放缓和下游产业不利因素出现，聚烯烃需求增速有所下滑，但仍保持稳步增长。聚丙烯管材主要用于建筑供水系统，2021 年来房地产行业陷入低迷，房屋开工面积显著下滑，国房景气指数持续下滑。除房地产外，家电、农膜消费等多个下游行业需求低迷也导致聚烯烃需求增速下调。2021 年聚乙烯表观消费量同比下降约 5%，聚丙烯表观消费量同比持平。此后聚烯烃需求增速不再恢复历史 10% 以上的高增速水平，伴随疫情结束经济稳定运行，聚烯烃增速逐渐回归 GDP 增速水平。

图 5：房地产竣工及开工面积变化



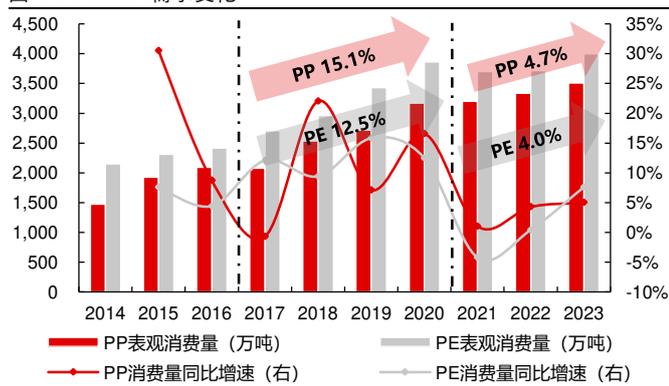
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：房地产行业景气度变化



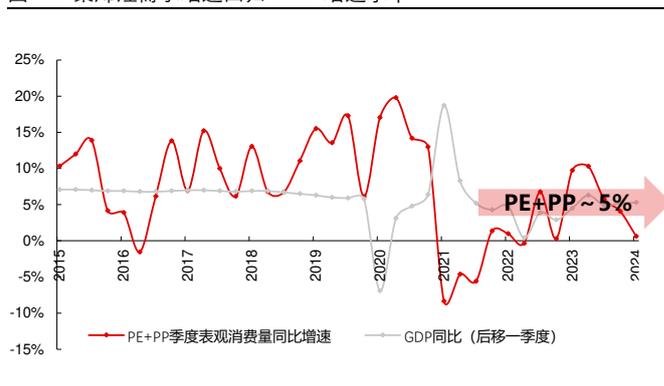
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7: PE&PP 需求变化



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

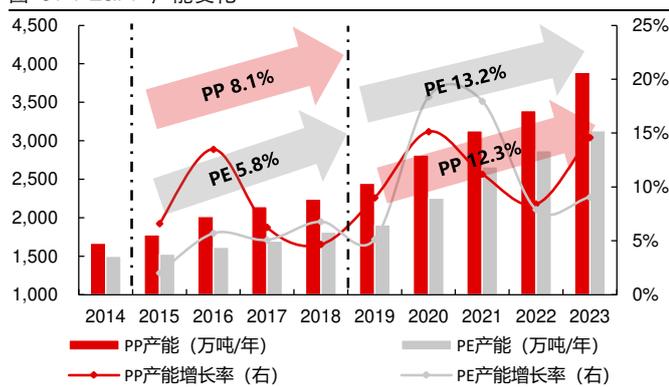
图 8: 聚烯烃需求增速回归 GDP 增速水平



资料来源: Wind, 卓创资讯, 长江证券研究所

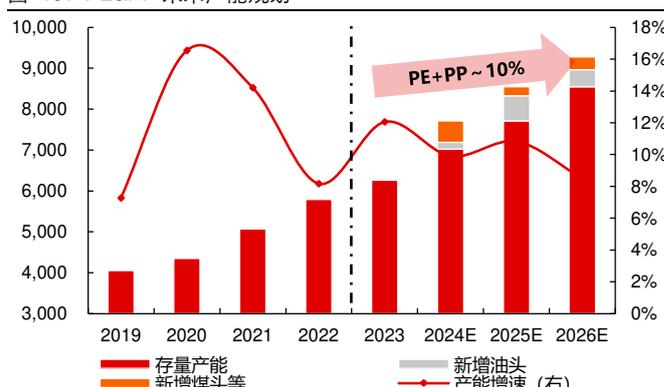
聚烯烃产能增速放缓, 不过仍处于扩张周期内。2019-2023 年 PE 和 PP 年均产能负荷增速分别为 13.2%和 12.3%, 年均产能增量分别为 306 万吨和 361 万吨, 是 2014-2018 年期间年均产能增量的 3.9 倍和 2.51 倍。伴随大规模的产能投放, PE 产能利用率从历史高点 94%下滑至 2022 年 85%, 2023 年有所修复。PP 供应端则承受更大的压力, 产能利用率不断下滑至 83%。目前多种工艺仍规划较多产能, 特别是 PP 产品, 有较多 PDH 工艺规划产能, 供应端显著承压。

图 9: PE&PP 产能变化



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

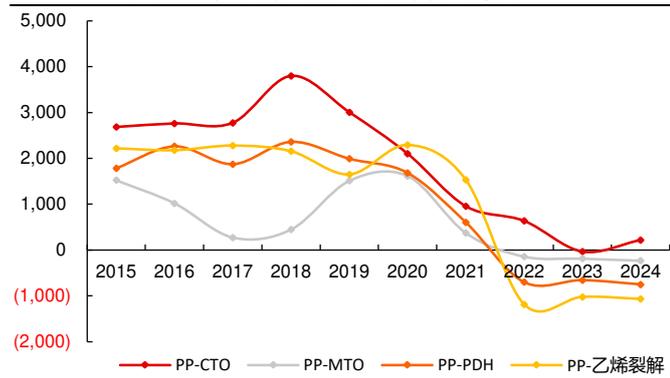
图 10: PE&PP 未来产能规划



资料来源: Wind, 卓创资讯, 公司公告等, 长江证券研究所

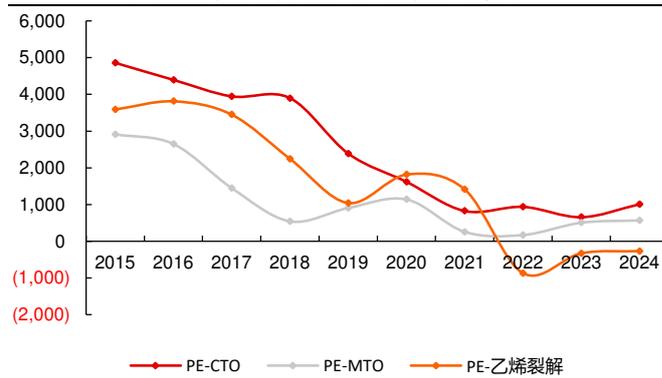
行业盈利承压, 煤制烯烃较油头路线具备超额收益。在经济平稳运行的背景下, 聚烯烃需求增速维持在 GDP 增速水平, 而供应端却面临显著的放量, 2021 年来聚烯烃行业盈利水平显著下滑, 部分工艺自 2022 年来盈利水平持续被压制在较低水平。未来, 伴随持续的产能放量, 尤其是 PP 的供需失衡问题将愈加凸显。但我们关注到其中煤制烯烃具备更强的抗周期波动风险, 在油价中高位震荡的背景下具备约 1000 元/吨的成本优势。以煤制烯烃龙头宝丰能源为例, 2021 年来毛利率水平虽略有下降, 但仍维持在较高水平, 因此我们看好煤制烯烃的发展。

图 11: PP 不同工艺年均毛利 (元/吨, 按单耗 6 测算)



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 12: PE 不同工艺年均毛利 (元/吨, 按单耗 6 测算)



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

表 1: 聚烯烃不同工艺路线对比

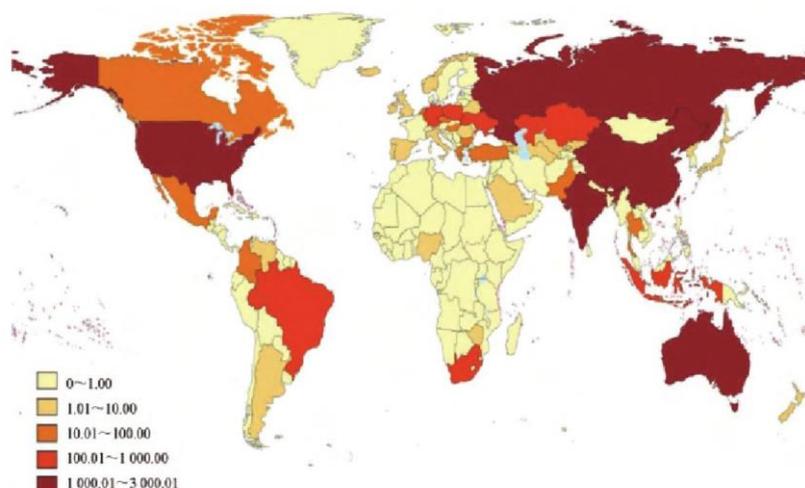
生产路线	工艺特点	代表企业
石脑油裂解制烯烃	优势: 技术成熟、产量大, 纯单体杂质少 劣势: 完全依赖于原油, 丙烯收率低, 能耗高, 需要定期清焦停产	中国石油、中国石化、浙江石化等
煤制烯烃	优势: 原料价格较低、供应稳定、转化率高 劣势: 工艺较复杂, 投资额高, 消耗水量较大	宝丰能源、中国神华、中煤能源、延长榆能化等
丙烷脱氢制丙烯	优势: 丙烯转化率、选择率高, 投资规模适中 劣势: 催化剂处理成本高, 原料来源依赖进口	卫星石化、宁波福基、天津渤化等

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

原料：“富煤贫油少气”，煤炭筑牢能源安全基石

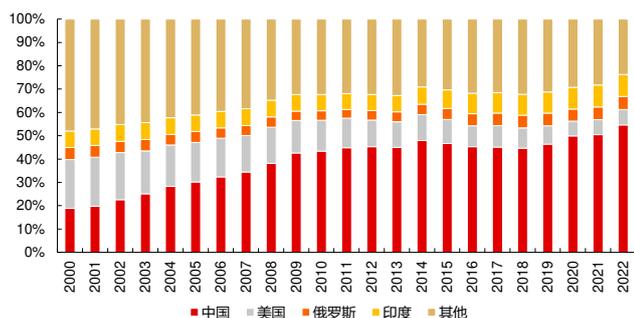
中国拥有丰富的煤炭资源，煤制烯烃原料来源稳定可靠。我国煤炭探明储量位于世界第四，2022年中国煤炭产量占比达54%。而我国缺少原油、天然气等油气资源，原油对外依存度超70%，乙烷、丙烷等轻烃原料来源于天然气分离，丙烷对外依存度更是超80%。“富煤贫油少气”的资源结构决定了煤炭在中国能源消费中占据重要地位。煤炭作为中国的主要能源之一，长期以来为国家经济发展提供了稳定的能源保障。煤制烯烃以煤炭为原料，原料来源相对稳定可靠，具备更高战略定位。

图 13：世界煤炭资源储量分布(2020)



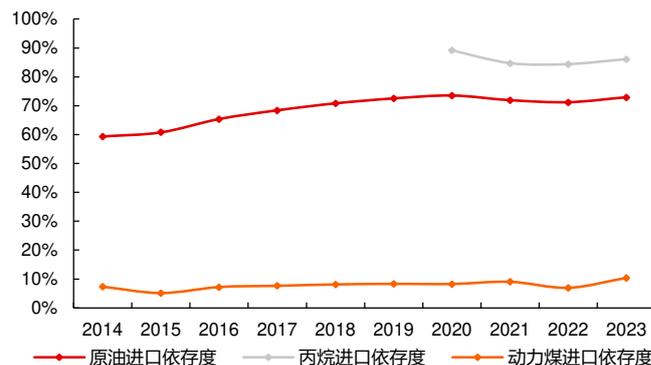
资料来源：《走近煤炭资源》陈佩佩,王佟,赵欣, 长江证券研究所

图 14：世界煤炭产量占比变化



资料来源：Wind, 长江证券研究所

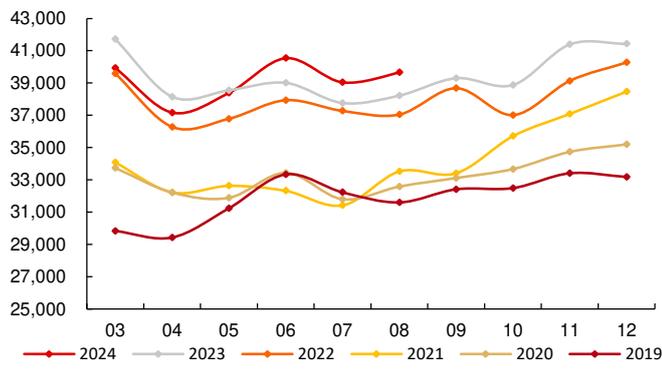
图 15：原料对外依存度



资料来源：卓创资讯, 长江证券研究所

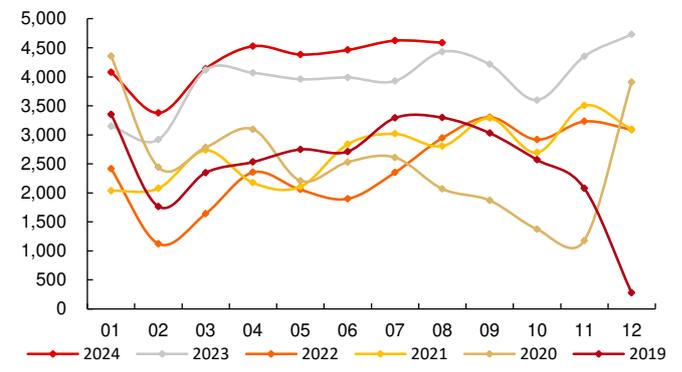
原料煤价格上行空间有限，利好煤制烯烃发展。2022 年能源危机带来煤炭价格的大幅上涨，为了应对这一情况，中国政府实施了一系列保供稳价政策，明确煤炭中长期交易价格的合理区间，并通过健全煤炭价格调控机制、加强市场监管、中长期合同签订等方式确保煤炭价格的合理运行。自保供稳价政策以来，煤炭价格持续回落，2024 年来已回落至 2021 年初水平，原煤产量和进口量逐年增长，此外疆煤产量大幅增长，成为煤炭市场调控的重要力量，2024 年来整体煤炭价格波动幅度显著收窄。未来预计在保供稳价政策的持续落实下，煤炭价格将维持在一定范围内合理运行，均价中枢或将逐渐下移，利好煤制烯烃长远发展。

图 16: 原煤产量逐年增长 (万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 原煤及褐煤进口量变化 (万吨)

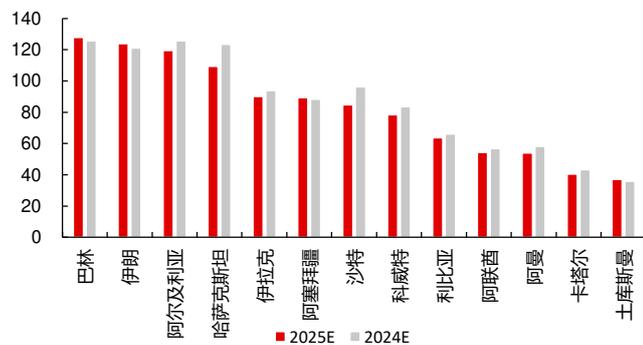


资料来源: Wind, 长江证券研究所

油价中高位震荡，煤制烯烃更具成本优势

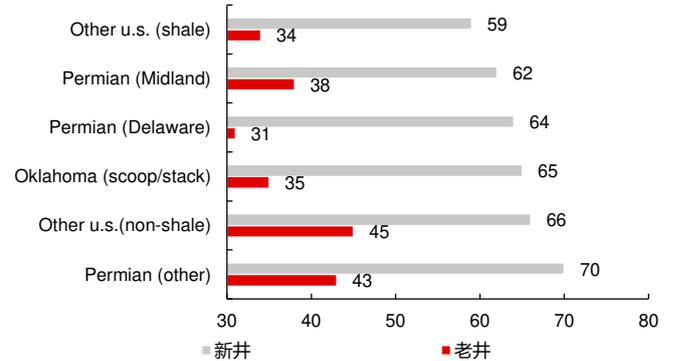
油价中高位运行，石脑油制烯烃经济效益有限。2024 年上半年，由于 OPEC+ 的减产政策、地缘政治风险如红海危机、俄乌冲突等，原油价格得到了一定的支撑，Brent 油价最高上行至 90 美元/桶以上。然而，随着地缘政治风险的回落和宏观压力的存在，油价开始下行。但成本端支撑因素仍然存在，根据 Statista 数据，美国页岩油田新井的盈亏平衡油价 2024 年预测在 59 美元/桶以上，多数 OPEC+ 国家财政平衡油价也均在 60 美元/桶以上水平。受多因素影响，预计油价中枢下移至 70-80 美元/桶震荡，在成本端支撑下，较难出现 60 美元/桶以下的破位下跌，因此石脑油制烯烃难以重现 2020 年由油价大幅下跌所带来的低成本优势。

图 18: OPEC+ 财政平衡油价预测 (美元/桶)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 截至 2024 年，美国油气生产商维持盈利所需的平均 WTI 价格



资料来源: Statista, 长江证券研究所

为何看好新疆煤制烯烃？

政策：政府大力支持，新疆煤化工发展正当时

政策鼓励，新疆煤化工发展正当时。新疆是煤炭资源大区，预测储量 2.19 万亿吨，约占全国预测煤炭资源量的 40%，煤种齐全，煤质优良，开采条件好，是国家重要的煤炭开发与储备利用基地。“十四五”时期，新疆全面将加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能。近几年来在中央的大力支持下，新疆推进以石油、天然气、煤炭为主的优势资源转换战略，我国政府对新型煤化工产业的发展给予了大力支持，通过政策引导、财政补贴等方式，鼓励企业加大对新型煤化工产业的投资力度。同时，我国还加强了与国际先进企业的合作和技术交流，引进先进技术和管理经验，推动我国新型煤化工产业的国际化发展。根据《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》数据显示到“十四五”末，建成煤制气产能 150 亿立方米，煤制油产能 1200 万吨，煤制烯烃产能 1500 万吨，煤制乙二醇产能 800 万吨，完成百万吨级煤制芳烃、煤制乙醇、百万吨级煤焦油深加工、千万吨级低阶煤分质分级利用示范，建成 3000 万吨长焰煤热解分质分级清洁利用产能规模，转化煤量达到 1.6 亿吨标煤左右。在政策有序指导、行业集中度进一步提升和下游需求不断增长的背景下，我国煤化工行业未来发展前景良好。

表 2：新疆煤化工部分项目统计

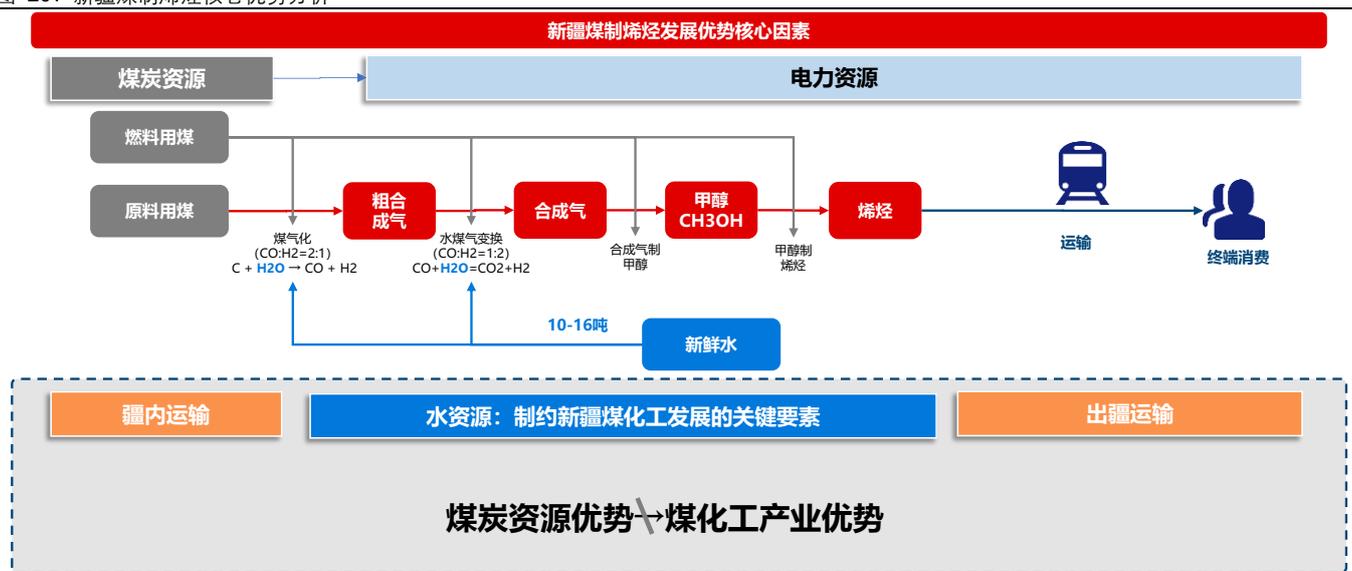
技术路线	项目名称	产能规模 (万吨/年)	地点	进度
煤制油	国家能源集团哈密能源集成创新基地项目 400 万 t/a 煤制油工程	400	巴里坤	在建
	伊泰伊犁能源有限公司 100 万 t/a 煤制油示范项目	100	伊犁	推进
	合计	500		
煤制天然气	新疆庆华伊犁煤制天然气示范项目一期	13.75	伊犁	2013 年
	浙能新天伊犁煤制天然气示范项目	20	伊犁	2014 年
	国家能源集团准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20	准东	已批复
	新业煤化工煤制天然气项目	20	准东	已批复
	新疆天池准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20	准东	已批复
	中煤集团条湖 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40	巴里坤	推进
	新疆其亚 60 亿 m ³ /a 煤制天然气项目一期	20	准东	推进
	新疆能源集团 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40	巴里坤	推进
	河南能源集团 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40	准东	推进
	新疆庆华 55 亿 m ³ /a 煤制天然气项目二期	40	伊犁	推进
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	40	淖毛湖	推进
	伊泰伊犁煤制天然气耦合加氢化项目	20	伊犁	规划
	合计	300		
煤制烯烃	国能新疆化工煤基新材料项目	68	乌鲁木齐	2016 年
	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80	准东	在建
	新疆东明塑胶有限公司 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80	准东	在建
	新疆中泰新材料股份有限公司 70 万 t/a 煤制烯烃项目	70	吐鲁番	规划
	伊吾疆纳新能源有限公司 70 万 t/a 煤制烯烃项目	70	哈密	规划
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	150	哈密	推进

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	400	准东	推进
合计	850		

资料来源：《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》（陈阳），中国拟在建项目网，长江证券研究所

新疆煤炭资源优势转化，成本竞争力显著。煤化工发展核心要素是原料、能源及配套等，即原料煤、燃料煤、水资源、蒸汽及电力等。从全国范围来看，新疆煤炭资源较为丰富，且开采成本较低，同时对应蒸汽及电力等成本优势也较为显著。同时，随着新疆铁路、水利工程等配套设施的完备，新疆煤制烯烃发展优势逐步显现。

图 20：新疆煤制烯烃核心优势分析



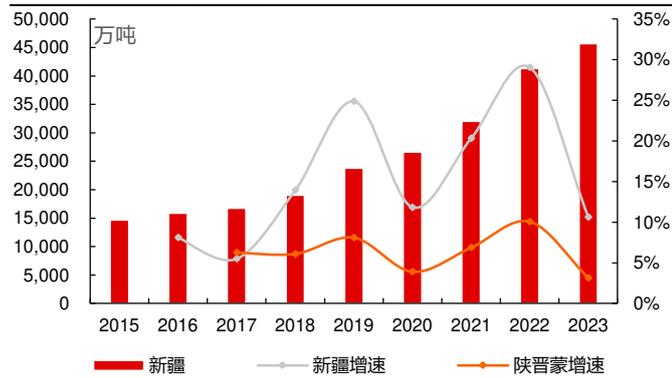
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

原料：疆煤资源禀赋优秀，抢抓新疆煤化工发展机遇

新疆煤炭资源禀赋优秀。新疆具备丰富的煤炭资源储量丰富，预测储量高达 2.19 亿吨，占全国煤炭资源预测储量的 40.6%，在全国范围内位居第一。开采条件看，新疆煤炭资源具有煤层厚度大、煤层多、埋藏浅等特点，其中准东煤田为最大的整装煤田，这些特点使得新疆的煤炭开采条件良好，成本优势突出。在“十三五”期间，推动现代煤化工产业的高端化、多元化和低碳化发展，同时优化产业布局，促进产业集聚化和园区化发展，国家明确提出了包括新疆准东在内的四大煤化工基地发展规划。

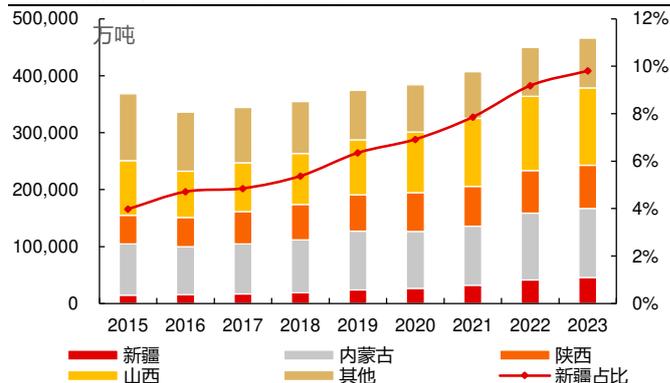
煤制烯烃步入严控增量阶段，抢抓新疆煤化工政策机遇。煤制烯烃为高碳排放、高能耗的“双高”项目，为实现 2030 碳达峰、2060 碳中和目标，十三五期间提出能耗总量和强度双控行动。在能耗和碳排放指标的限制下，未来煤制烯烃增量有限，内蒙古自治区更是提出十四五期间原则上不再审批新建煤化工项目。而新疆煤化工发展在十四五以来，在政策的支持下切入到了快车道。近年来，新疆煤炭产能快速释放，产能在五年时间中保持了两位数增长，为疆煤外运和当地煤化工发展提供充分原料来源。

图 21: 新疆煤炭产量变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 新疆煤炭产量占比不断提升

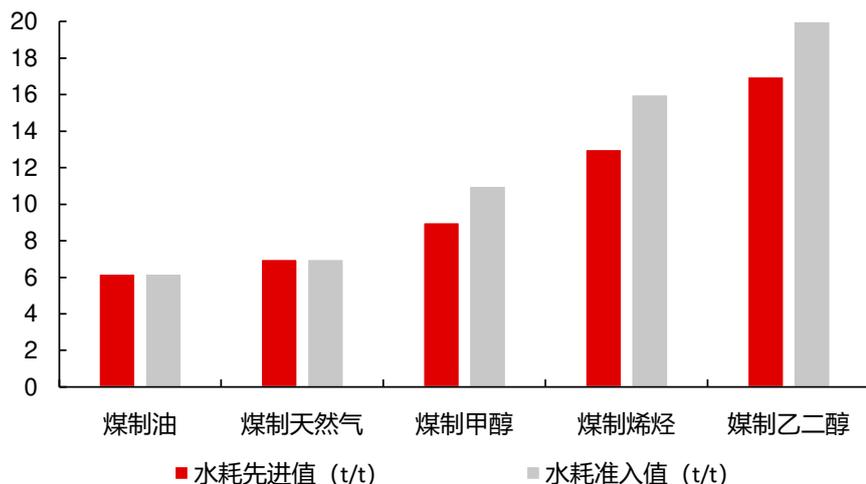


资料来源: Wind, 长江证券研究所

配套：基础设施建设先行，实现资源优势向产业优势转化

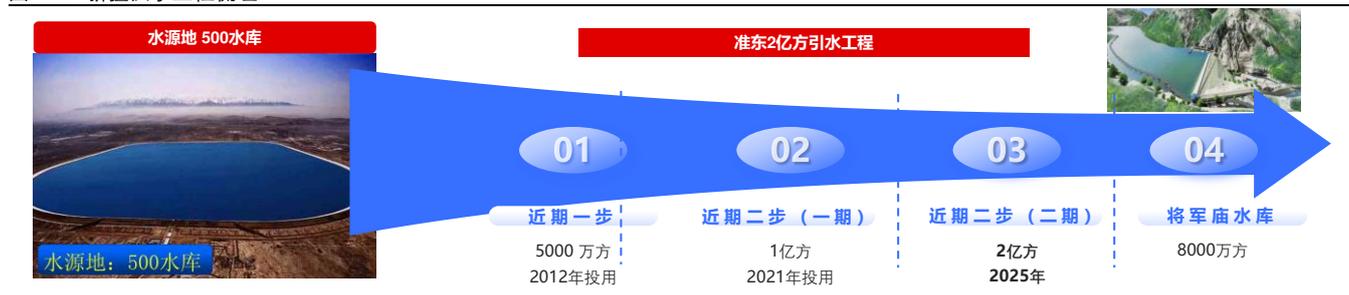
水利工程支持新疆煤化工发展，“以水定产”确定发展上线。现代煤化工项目存在水资源消耗突出的问题，单吨煤制烯烃水耗在 10 吨以上，特别是煤制甲醇阶段需要耗费大量的水资源。而新疆地处干旱、半干旱气候，地表和地下水资源十分有限。自上世纪以来，为缓解新疆生活及化工用水难的问题，新疆布局水利工程，通过对上游水资源的利用，有效地提升了水资源的调蓄能力，解决了区域性、季节性、结构性缺水问题。以准东经济开发区为例，为满足当地用水需求，十四五以来完成自 500 水库的 2 亿方引水工程，为当地煤化工发展保驾护航。但总体而言，新疆水资源仍十分有限，在以水定产政策的指导下，未来新疆新增煤化工项目或难实现持续高速增长。

图 23: 现代煤化工水耗准入值与先进值



资料来源: 国家市场监督管理总局, 长江证券研究所

图 24：新疆供水工程梳理



资料来源：《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》（陈阳），《2021 年新疆准东供水近期二步工程项目方案总体评价报告》，长江证券研究所

表 3：新疆准东部分煤化工耗水量测算

技术路线	项目名称	产能规模 (万吨/年)	地点	进度	测算水耗 (万方)
煤制天然气	国家能源集团准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20	准东	已批复	140
	新业煤化工煤制天然气项目	20	准东	已批复	140
	新疆天池准东 20 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	20	准东	已批复	140
	新疆其亚 60 亿 m ³ /a 煤制天然气项目一期	20	准东	推进	140
	河南能源集团 40 亿 m ³ /a 煤制天然气项目	40	准东	推进	280
	合计	120			800
煤制烯烃	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80	准东	在建	1040
	新疆东明塑胶有限公司 80 万 t/a 煤制烯烃项目	80	准东	在建	1040
	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	400	准东	推进	5200
	合计	560			7280

资料来源：《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》（陈阳），中国拟在建项目网，长江证券研究所

出疆运力不断配套完善，对煤化工产品外运具有重要支撑。十四五以来，新疆不断推进“疆煤外运”北、中、南通道扩能，将淖铁路的开通运行，更是打通了北部黄金通道，有效缓解了主通道的运输压力。新疆还通过建立煤炭运输保供专班、优化运力调度等方式，充分挖掘释放铁路运力潜能。目前，已建成园区公路 510 公里，形成“五纵三横”园区公路运输体系，同时，铁路也在加快推进，将军庙—淖毛湖—红柳河铁路贯通，准东矿区煤炭出疆运距缩短 28%、运输时间缩短 30%。

图 25：新疆出疆铁路通道建设

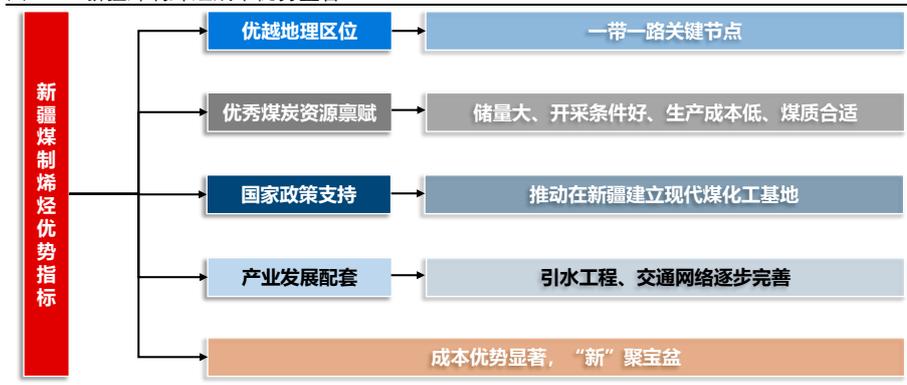


资料来源：中国铁路网，天山观察，新疆发改委，长江证券研究所

成本：受益于疆煤价格低廉，煤制烯烃项目经济效益显著

疆煤价格优势突出，煤制烯烃成本极具竞争力。受制于出疆的高昂运费，新疆煤炭价格相对较低，以热值 5000 卡的动力煤为例，准东煤矿的价格在 200 元/吨以下，远低于内蒙古鄂尔多斯的价格，价格差距在 3 倍以上，具有显著的价格优势。但由于资源地和消费地的空间错位，新疆地处偏远，考虑到高昂的出疆运费，疆煤外运制烯烃经济效益十分有限。因此在资源地对煤炭进行深加工，将煤炭质量压缩得到更高附加值的聚烯烃产品外运，可更好发挥疆煤的低成本优势。此外，疆煤就地消化可更好发挥新疆丰富资源储量的优势，原料来源及成本更加稳定可靠。

图 26：新疆煤制烯烃成本优势显著



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：不同产区动力煤坑口价（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

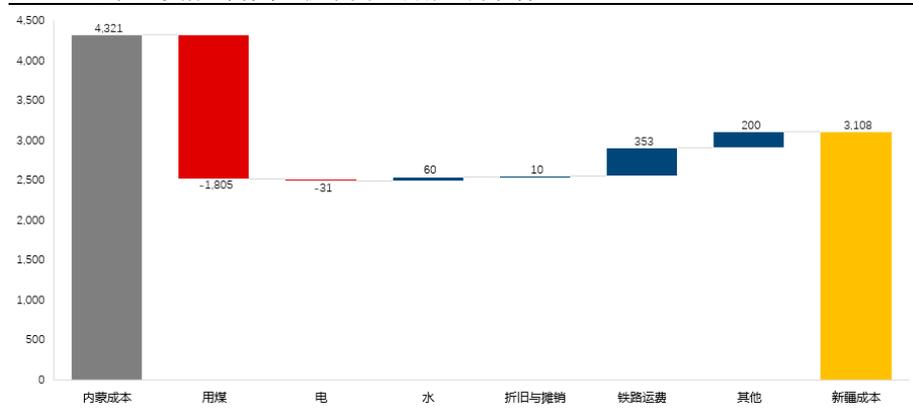
图 28：不同产区动力煤坑口价差（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

新疆煤制烯烃项目较鄂尔多斯地区，成本竞争力显著。以宝丰新疆煤制烯烃和鄂尔多斯项目为例进行测算，测算结果表明，新疆项目具有超 1200 元/吨的成本优势。成本差异主要来源于用煤环节，2023 年鄂尔多斯 5000 大卡动力煤不含税坑口价在 500 元/吨左右，而准东煤炭坑口价考虑公路运输费用后也不超过 200 元/吨；以 5.5 吨（考虑原料煤和动力煤）单耗进行测算，仅在用煤环节就可实现超 1500 元/吨的成本优势。最后即便考虑运费、水费等不利因素，新疆项目仍具有超 1200 元/吨的成本优势，对应竞争油价在 30 美元/桶左右，成本护城河进一步拓宽。

图 29：宝丰能源新疆煤制烯烃较鄂尔多斯项目成本优势



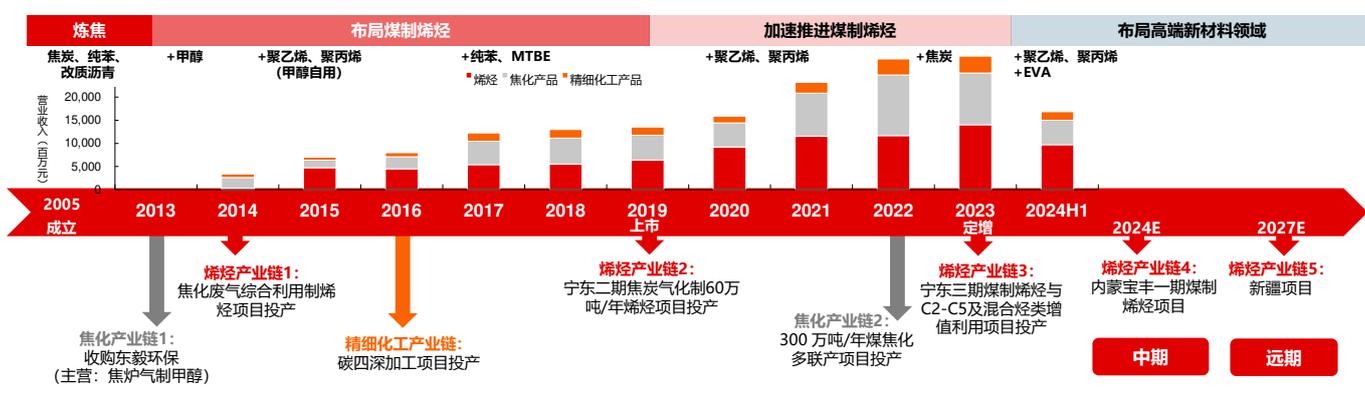
资料来源：公司公告，新疆煤炭交易中心，长江证券研究所

为何看好宝丰能源？

高成长：全产业链布局，发展动能充足

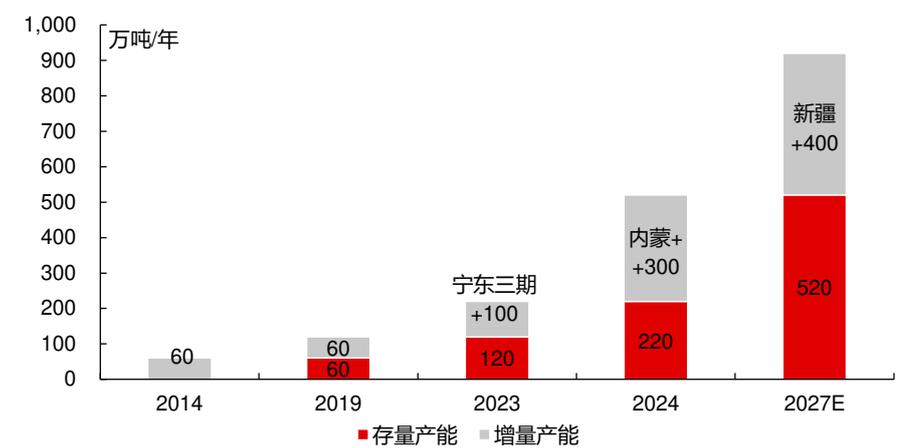
公司全产业链布局，发展动能充足。宝丰能源成立于 2005 年，发展初期主要业务集中在炼焦行业，后逐步打通煤化工全产业链，并向高端新材料领域进军。2019 年宁东二期项目投产，自此煤制烯烃发展不断加速。中期，伴随 2024 年底内蒙项目的投产，宝丰能源煤制烯烃产能有望突破 520 万吨，进一步产能实现翻倍的历史性跨越。此外，宝丰能源目前已成立新疆宝丰，负责新疆煤制烯烃项目的前期规划与推进，公司发展动能充足。

图 30：宝丰能源发展历程及产业链布局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 31：宝丰能源煤制烯烃产能梳理



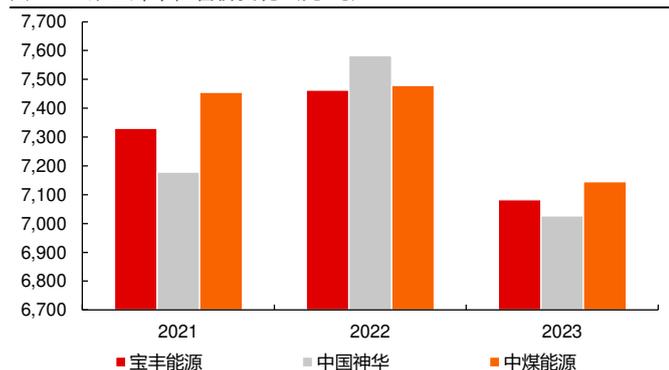
资料来源：公司公告，长江证券研究所

煤制烯烃严控增量，先进生产力获批可能性大。对于新增能耗 5 万吨标准煤以上的“两高”项目，国家发改委采取严格项目审批、强化窗口指导、严控项目节能审查、完善能耗双控考核制度等一系列窗口指导措施。新建、扩建项目应采用先进适用的工艺技术和装备，单位产品物耗、能耗、水耗、污染物排放量和资源综合利用等应达到行业先进水平，新建项目应达到煤炭清洁高效利用标杆水平。因此，政策趋严的背景下，未来增量煤制烯烃产能稀缺性愈发显著，具有先进工艺的优质节能高效企业有望持续受益。

低成本：优质节能高效，确立成本领先优势

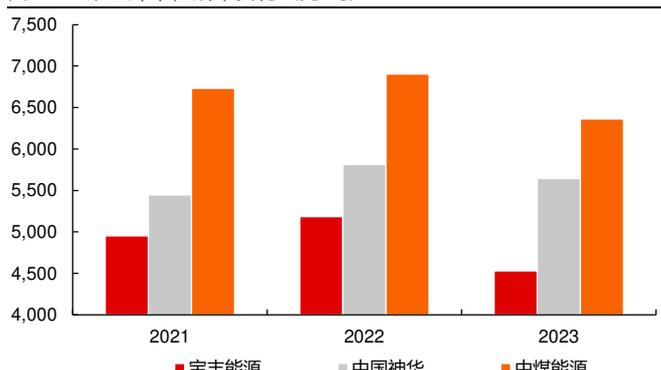
煤制烯烃先进生产力具备显著成本优势。煤制烯烃工艺较复杂，投资额高，其中宝丰能源为行业内先进生产力代表，2023 年被评为能效领跑者，2022 年被评为水耗领跑者。选取中国神华和中煤能源作为宝丰能源对标企业，在产品出厂价相近的情况下，宝丰能源利用其先进的工艺水平，获得持续成本领先优势，单位毛利超 2000 元/吨，实现较可比公司 2-3 倍的毛利率水平。

图 32：聚乙烯单位售价变化（元/吨）



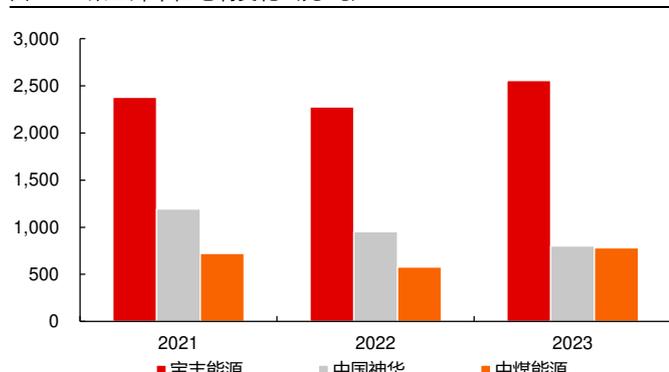
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：聚乙烯单位成本变化（元/吨）



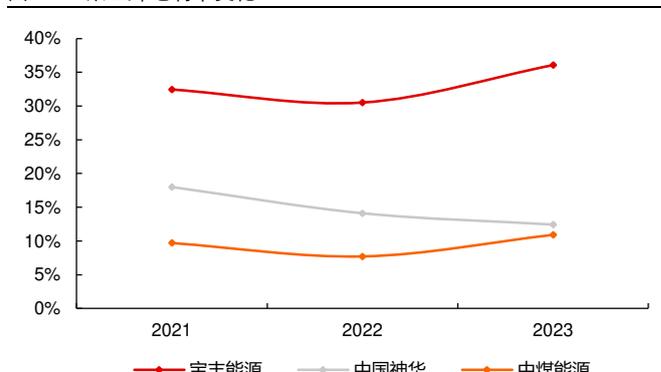
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：聚乙烯单位毛利变化（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

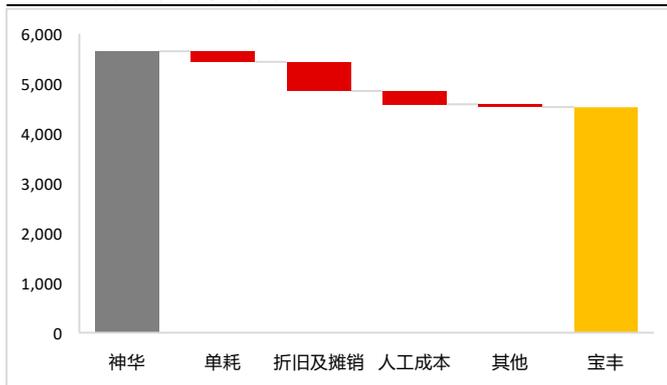
图 35：聚乙烯毛利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

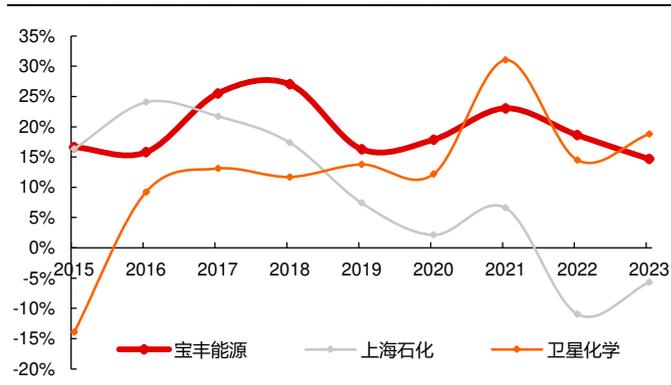
对成本差异进行简单拆分，宝丰能源的成本优势与折旧、单耗、人工等多因素有关，即通过高效投资、先进工艺与一体化布局等方式实现行业内领先成本。公司持续拓宽成本护城河，无惧行业周期波动风险。

图 36: 宝丰能源 vs 中国神华成本差异归因



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

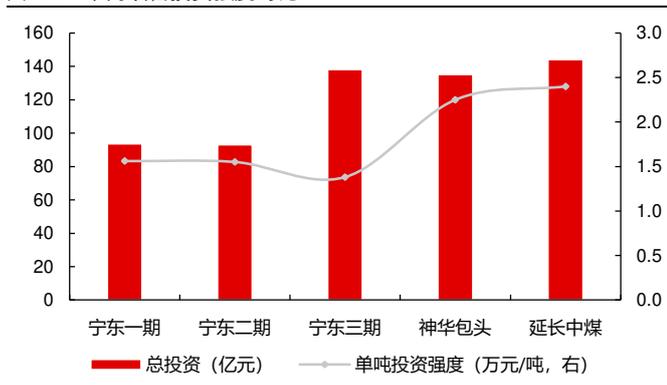
图 37: 宝丰、上海石化、卫星 ROE (摊薄) 对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

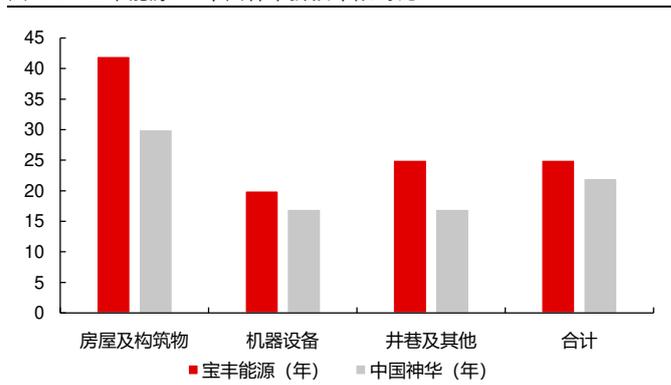
高投资效率构筑宝丰能源第一重成本护城河。煤制烯烃项目工程复杂, 单位投资强度较大, 宝丰能源通过高投资效率, 单吨投资强度在 1.5 万元/吨左右, 是神华包头项目的 2/3。同时宝丰能源固定资产折旧年限更长, 对应折旧摊销费用更低。

图 38: 不同项目投资强度对比



资料来源: 公司公告等, 长江证券研究所

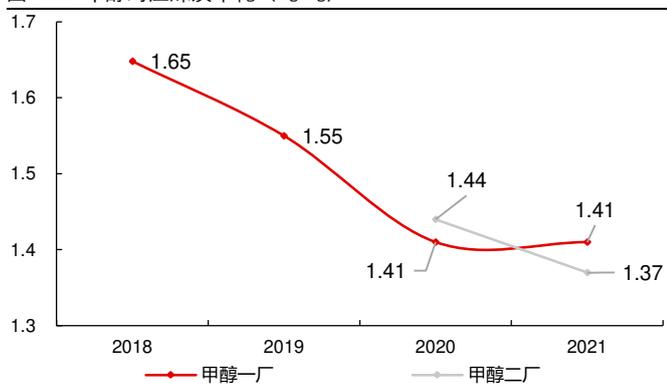
图 39: 宝丰能源 vs 中国神华折旧年限对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

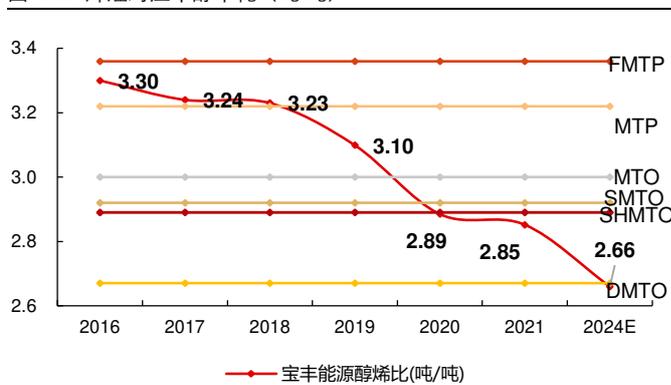
先进工艺+一体化布局持续拓宽公司成本护城河。公司持续加强煤制烯烃技术进步及工艺革新, 煤炭制甲醇单耗与甲醇制烯烃单耗均不断降低。此外, 公司通过产业链一体化布局, 利用副产的焦炉气制甲醇, 进一步降低原料煤单耗。凭借先进的工艺水平, 宝丰被评为 2023 年煤制烯烃行业能效领跑者, 和 2022 年水效领跑者。

图 40: 甲醇对应煤炭单耗 (吨/吨)



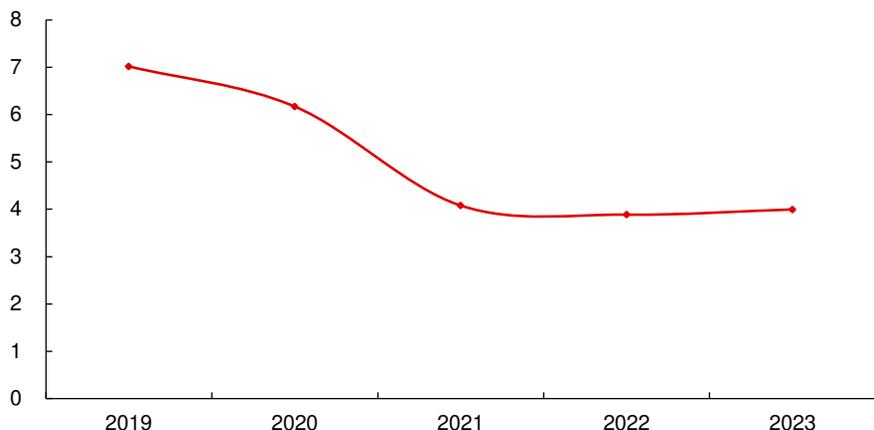
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 41: 烯烃对应甲醇单耗 (吨/吨)



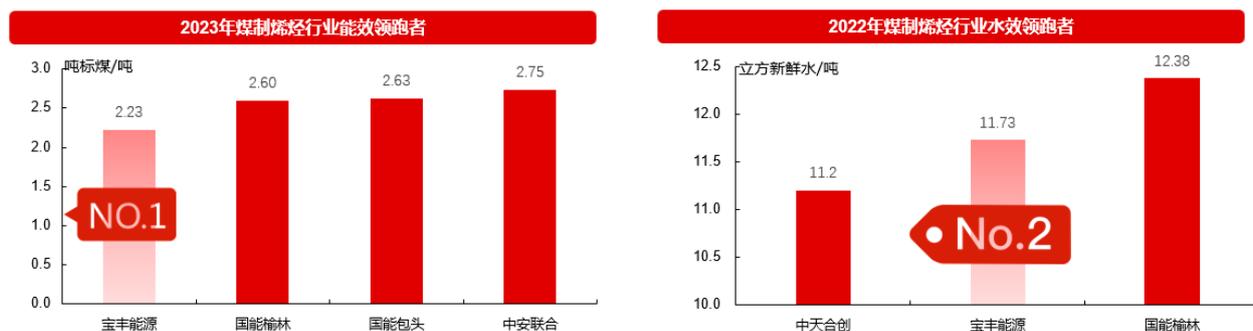
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 42: 宝丰能源气化原料煤采购单耗 (吨/吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 43: 宝丰能源在煤制烯烃行业是能耗领跑者和水耗领跑者



资料来源: 公司公告, 工业和信息化部, 长江证券研究所

投资建议

作为国内产业集群化发展的煤基多联产循环经济企业，随着公司新建项目的陆续投产，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 62.4 亿元、136.2 亿元、155.4 亿元，对应 2024 年 11 月 27 日收盘价的 PE 为 19.4X、8.9X、7.8X，维持“买入”评级。

风险提示

1、原料价格大幅上涨或者产品价格大幅下滑：原料动力煤价格大幅上涨或者油价大幅下滑将导致公司产品出现大幅下滑，导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。

2、下游需求增速不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。

3、项目进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司内蒙古项目的逐步投产，公司新产能逐步释放。预计公司 2024、2025 年营收 318.66 亿元、516.26 亿元，增速 9.37%、62.01%；归母净利润 62.42 亿元、136.19 亿元，增速为 19.89%、46.44%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若新项目投产不顺利，或者供需转弱导致产品价格不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2024、2025 年公司营业收入同比增速分别降低至 8.28%、60.37%；毛利率分别降低至 34.28%、38.06%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 6.09%、113.43%。

表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
营业收入	29,135.51	31,866.07	51,626.47	29,135.51	31,547.41	50,593.94
——YOY	2.48%	9.37%	62.01%	2.48%	8.28%	60.37%
毛利率	30.40%	34.94%	39.30%	30.40%	34.28%	38.06%
归母净利润	5,650.61	6,242.38	13,619.22	5,650.61	5,994.53	12,794.39
——YOY	-10.34%	19.89%	46.44%	-10.34%	6.09%	113.43%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	29136	31866	51626	56529	货币资金	1283	1702	5139	9593
营业成本	20279	20734	31337	33729	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8857	11133	20289	22800	应收账款	26	29	47	51
%营业收入	30%	35%	39%	40%	存货	1292	1321	1997	2149
营业税金及附加	467	637	826	904	预付账款	188	192	290	312
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	646	656	733	752
销售费用	86	112	155	170	流动资产合计	3435	3900	8205	12857
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	1628	3255	4883	6510
管理费用	769	959	1342	1470	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	41369	60515	94744	106987
研发费用	431	892	929	1018	无形资产	5154	5644	6134	6625
%营业收入	1%	3%	2%	2%	商誉	1124	1124	1124	1124
财务费用	327	948	1253	1289	递延所得税资产	14	20	20	20
%营业收入	1%	3%	2%	2%	其他非流动资产	18908	27282	8663	10056
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	71630	101740	123772	144178
信用减值损失	-8	0	0	0	短期贷款	470	580	660	810
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1100	1124	1699	1829
投资收益	39	48	77	85	预收账款	0	0	0	0
营业利润	6786	7660	15908	18084	应付职工薪酬	771	788	1191	1282
%营业收入	23%	24%	31%	32%	应交税费	1060	797	1291	1413
营业外收支	-319	-516	-321	-300	其他流动负债	10912	19821	27535	29296
利润总额	6467	7144	15586	17784	流动负债合计	14313	23110	32377	34631
%营业收入	22%	22%	30%	31%	长期借款	17524	33324	34124	38624
所得税费用	816	902	1967	2245	应付债券	0	0	0	0
净利润	5651	6242	13619	15539	递延所得税负债	64	62	62	62
归属于母公司所有者的净利润	5651	6242	13619	15539	其他非流动负债	1192	1205	1205	1205
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	33094	57701	67768	74522
EPS (元)	0.77	0.85	1.86	2.12	归属于母公司所有者权益	38537	44038	56003	69656
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	38537	44038	56003	69656
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	71630	101740	123772	144178
经营活动现金流净额	8693	18457	29696	25849					
取得投资收益收回现金	0	48	77	85	基本指标				
长期股权投资	-1628	-1628	-1628	-1628		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-12822	-35214	-22648	-21223	每股收益	0.77	0.85	1.86	2.12
其他	348	2671	0	0	每股经营现金流	1.19	2.52	4.05	3.52
投资活动现金流净额	-14101	-34123	-24199	-22765	市盈率	21.45	19.41	8.90	7.80
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.14	2.75	2.16	1.74
股权融资	0	-110	0	0	EV/EBITDA	15.69	13.10	6.76	6.04
银行贷款增加(减少)	7082	15910	880	4650	总资产收益率	7.9%	6.1%	11.0%	10.8%
筹资成本	-1545	-1732	-2941	-3279	净资产收益率	14.7%	14.2%	24.3%	22.3%
其他	-769	2018	0	0	净利率	19.4%	19.6%	26.4%	27.5%
筹资活动现金流净额	4769	16086	-2061	1371	资产负债率	46.2%	56.7%	54.8%	51.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-639	420	3437	4454	总资产周转率	0.45	0.37	0.46	0.42

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。