

600989.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 16.84

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	13.6	4.3	(2.9)	14.0
相对上证综指	0.4	3.5	(3.4)	1.3

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)	123,493.78
3个月日均交易额 (人民币 百万)	513.75
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 2024 年 12 月 31 日收市价为标准

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: 余嫿嫿

(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

新型煤化工优质标的, 高质量发展迈上新台阶

宝丰能源是煤基多联产循环经济示范企业, 依托煤制烯烃工艺路线优势, 生产技术迭代升级以及公司管理效率提升等, 公司经营业绩持续向好, 未来随着内蒙古基地新产能释放, 公司发展或迈上新台阶, 看好公司优质产能扩张, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **宝丰能源聚焦新型煤化工, 经营业绩持续向好。**公司具备完整的煤化工循环经济产业链, 是煤基多联产循环经济示范企业。党彦宝为公司实际控制人, 直接及间接持股比例为 55.58%。公司经营业绩持续向好, 2016 年至 2023 年, 公司营业收入 CAGR 为 20.22%, 归母净利润 CAGR 为 18.54%。2024 年前三季度, 公司实现营业收入 242.75 亿元, 同比增长 18.99%, 归母净利润 45.37 亿元, 同比增长 16.60%。
- **内蒙古基地逐步投产, 烯烃板块业务规模有望加速增长。**煤制烯烃是公司的核心业务, 公司在宁夏宁东基地拥有 220 万吨煤制烯烃产能, 此外, 公司在内蒙古基地使用中科院大连物化所的 DMTO 三代技术新建 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃工程。相比于石脑油裂解工艺路线, 煤制烯烃路线的盈利优势明显, 在油煤价差维持高位的市场环境下, 煤制烯烃工艺有望延续高盈利态势。截至 2024 年 11 月份, 内蒙古项目第一系列 100 万吨/年烯烃生产线已顺利投料试生产, 并产出合格产品。内蒙古项目投产后, 宝丰能源煤制烯烃总产能将大幅提升至 520 万吨/年, 约为当前产能的 2.4 倍, 将跃居国内煤制烯烃行业产能第一名。随着公司内蒙古基地新产能释放, 烯烃产品的盈利能力或加速增长。
- **焦炭产品价差处于历史低位, 煤焦一体化高效运营。**公司焦炭产品为干熄焦, 截至 2024 年上半年, 公司共有焦炭产能 700 万吨, 公司自有煤矿合计产能 820 万吨, 包括马莲台煤矿、四股泉煤矿、红四煤矿三座煤矿, 此外, 公司持有红墩子煤业权益产能 192 万吨, 2023 年公司焦化板块的煤炭自给率约 45%。受下游钢铁行业景气度低迷影响, 焦炭-焦煤价差跌至历史低位。依托于煤焦一体化及区位优势, 公司的焦化产品仍具有较强盈利能力, 2024 年上半年, 公司焦化产品毛利率仍达到 27.13%。未来随着钢铁行业需求改善, 焦炭产品盈利有望逐步修复。

估值

- 内蒙古基地新产能有望释放, 烯烃产品盈利延续高景气, 预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 63.26/125.69/141.97 亿元, 对应当前市值, PE 分别为 19.5/9.8/8.7 倍, 市净率分别为 2.9/2.4/2.1 倍, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 新项目投产进度不及预期, 原油及煤炭价格大幅波动, 安全生产风险等

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	28,430	29,136	36,275	55,940	60,519
增长率(%)	22.0	2.5	24.5	54.2	8.2
EBITDA(人民币 百万)	9,489	8,920	10,708	18,909	21,531
归母净利润(人民币 百万)	6,303	5,651	6,326	12,569	14,197
增长率(%)	(10.9)	(10.3)	12.0	98.7	13.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.86	0.77	0.86	1.71	1.94
市盈率(倍)	19.6	21.9	19.5	9.8	8.7
市净率(倍)	3.6	3.2	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA(倍)	10.6	14.4	13.9	7.5	6.5
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.3	0.6	0.7
股息率(%)	1.2	1.9	1.9	3.7	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

高效煤基新材料行业领军企业.....	5
1.1 聚焦新型煤化工 党彦宝为实控人.....	5
1.2 深耕优势产业集群 公司业绩稳步提升.....	6
1.3 公司管理效率提升，ROE 高于行业平均水平.....	7
煤制烯烃成本领先，公司优势产能持续增长.....	9
2.1 国内烯烃需求稳步增长，多元化路线贡献产能增量.....	9
2.2 公司扎根煤制烯烃，产能持续扩张.....	11
2.3 煤头依托工艺路线优势，盈利能力稳定向好.....	12
2.4 煤化工审批趋严，区位优势构筑低物流成本.....	16
2.5 高效投资及技术进步塑造生产低成本.....	17
2.6 煤化工与新能源耦合，符合新质生产力发展要求.....	18
2.7 烯烃产能陆续释放，业绩有望持续增长.....	19
煤焦生产运营一体化，焦炭行业景气度有望修复.....	21
3.1 焦炭下游需求偏弱，行业处于周期底部.....	21
3.2 公司煤焦一体化运营，成本优势突出.....	21
3.3 焦化板块盈利有望修复.....	23
精细化工产品产品矩阵丰富 业务规模稳步提升.....	25
4.1 精细化工产品价格与油价存在较强相关性.....	25
4.2 精细化工产量增长，盈利能力稳定向好.....	25
盈利预测及估值.....	27

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 宝丰能源发展历程..... 5

图表 2. 宝丰能源股权结构..... 5

图表 3. 宝丰能源高端煤基新材料循环经济产业链..... 6

图表 4. 公司历年营业收入（2016 年-2024 年前三季度） 6

图表 5. 公司历年归母净利润（2016 年-2024 年前三季度） 6

图表 6. 公司分产品营收（2016 年-2024H1） 7

图表 7. 公司分产品毛利（2016 年-2024H1） 7

图表 8. 公司分产品毛利率（2016 年-2024H1） 7

图表 9. 公司费用率情况（2016 年-2024 年前三季度） 8

图表 10. 煤化工企业历年 ROE(加权)水平对比（2016 年-2024 年前三季度） 8

图表 11. 炼化企业历年 ROE(加权)水平对比（2016 年-2024 年前三季度） 8

图表 12. 我国乙烯当量消费量（2018 年-2024E） 9

图表 13. 我国丙烯当量消费量（2018 年-2024E） 9

图表 14. 乙烯主要下游及占比（2023 年） 9

图表 15. 丙烯主要下游及占比（2023 年） 9

图表 16. 我国乙烯产量情况（2018 年-2024E） 10

图表 17. 我国丙烯产量情况（2018 年-2024E） 10

图表 18. 三种典型烯烃生产工艺路线示意图..... 10

图表 19. 乙烯预计新增产能（2025 年-2027 年） 11

图表 20. 丙烯预计新增产能（2025 年-2027 年） 11

图表 21. 我国乙烯进出口情况（2014 年-2023 年） 11

图表 22. 我国丙烯进出口情况（2014 年-2023 年） 11

图表 23. 公司烯烃产业工艺流程图..... 12

图表 24. 公司烯烃板块主要产品及产能..... 12

图表 25. 乙烯市场均价与主要原料价格（2013 年-2024 年） 12

图表 26. 丙烯市场均价与主要原料价格（2013 年-2024 年） 12

图表 27. 动力煤市场均价与布伦特原油价格（2013 年-2024 年） 13

图表 28. 乙烯-动力煤价差与乙烯-原油价差（2013 年-2024 年） 13

图表 29. 油头乙烯加工利润（2018 年-2024 年） 14

图表 30. 油头丙烯加工利润（2018 年-2024 年） 14

图表 31. 煤头乙烯加工利润（2018 年-2024 年） 14

图表 32. 煤头丙烯加工利润（2018 年-2024 年） 14

图表 33. 气头乙烯加工利润（2018 年-2024 年） 15

图表 34. 气头丙烯加工利润（2018 年-2024 年） 15

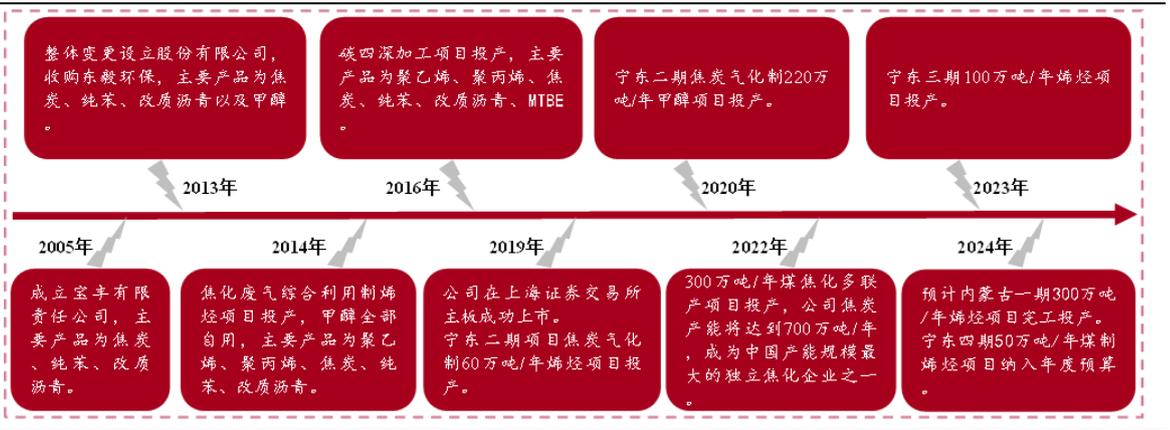
图表 35. 乙烯三种工艺路线利润 (2018 年-2024 年)	15
图表 36. 丙烯三种工艺路线利润 (2018 年-2024 年)	15
图表 37. 油头煤头制乙烯成本平衡图	16
图表 38. 部分煤化工相关政策	17
图表 39. 公司 CMTO 烯烃成本构成 (2023 年)	17
图表 40. 煤制烯烃成本对比	18
图表 41. 公司煤制烯烃技术	18
图表 42. 公司植入绿氢耦合制烯烃工艺路线	19
图表 43. 公司聚乙烯产销量 (2019 年-2024H1)	19
图表 44. 公司聚丙烯产销量 (2019 年-2024H1)	19
图表 45. 烯烃板块营收及毛利 (2019 年-2024H1)	20
图表 46. 我国焦炭产量 (2018 年-2024H1)	21
图表 47. 我国焦炭表观消费量 (2018 年-2024H1)	21
图表 48. 焦炭下游消费结构 (2023 年)	21
图表 49. 双焦价格及价差 (2018 年-2024 年)	21
图表 50. 公司焦炭产业链	22
图表 51. 冶金焦等级标准	22
图表 52. 公司煤矿产能	22
图表 53. 公司焦炭产销量	23
图表 54. 公司采购煤炭单价 (含税) 和市场价 (2018 年-2024H1)	23
图表 55. 公司采购炼焦煤价格 (含税) 和市场价 (2018 年-2024H1)	23
图表 56. 焦化板块营收及毛利率	24
图表 57. 公司精细化工主要产品价格和布伦特原油价格走势 (2018 年-2024H1)	25
图表 58. 公司精细化工部分产品产量 (2020 年-2024H1)	25
图表 59. 公司精细化工部分产品销售收入 (2020 年-2024H1)	25
图表 60. 公司精细化工板块营收及毛利率 (2019 年-2024H1)	26
图表 61. 分板块盈利预测	27
图表 62. 可比估值分析	28
利润表(人民币 百万)	30
现金流量表(人民币 百万)	30
财务指标	30
资产负债表(人民币 百万)	30

高效煤基新材料行业领军企业

1.1 聚焦新型煤化工 党彦宝为实控人

宁夏宝丰能源集团股份有限公司，简称宝丰能源，A股主板上市公司（股票代码 600989.SH）。公司以煤炭为原料，按照煤、焦、气、化、油、电多联产化的技术路线，实现了煤炭资源的分质、分级、充分利用，形成了较为完整的煤化工循环经济产业链，是典型的煤基多联产循环经济示范企业。同时，公司落实国家“双碳”战略，秉持绿色可持续发展理念，高效化、一体化、规模化建设了现代能源化工循环经济产业集群，以煤替代石油生产高端化工产品，实现进口替代。

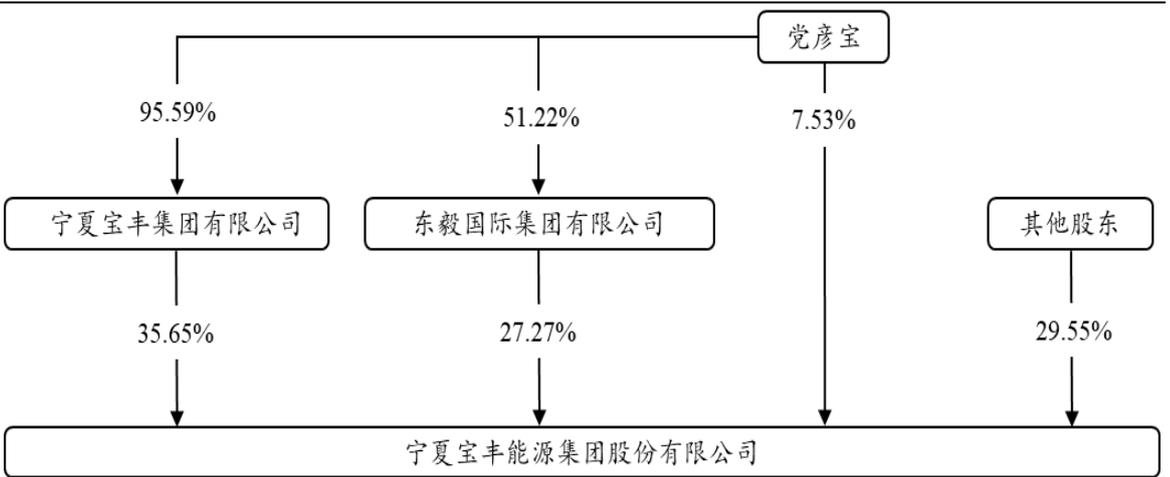
图表 1. 宝丰能源发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

公司股权集中度较高，党彦宝为公司实际控制人，党彦宝自2005年至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司董事长，2012年至今任宁夏宝丰集团有限公司董事长，直接持有公司股份7.53%股份，并通过宁夏宝丰集团有限公司和东毅国际集团有限公司间接持有公司48.05%股份，合计55.58%。

图表 2. 宝丰能源股权结构

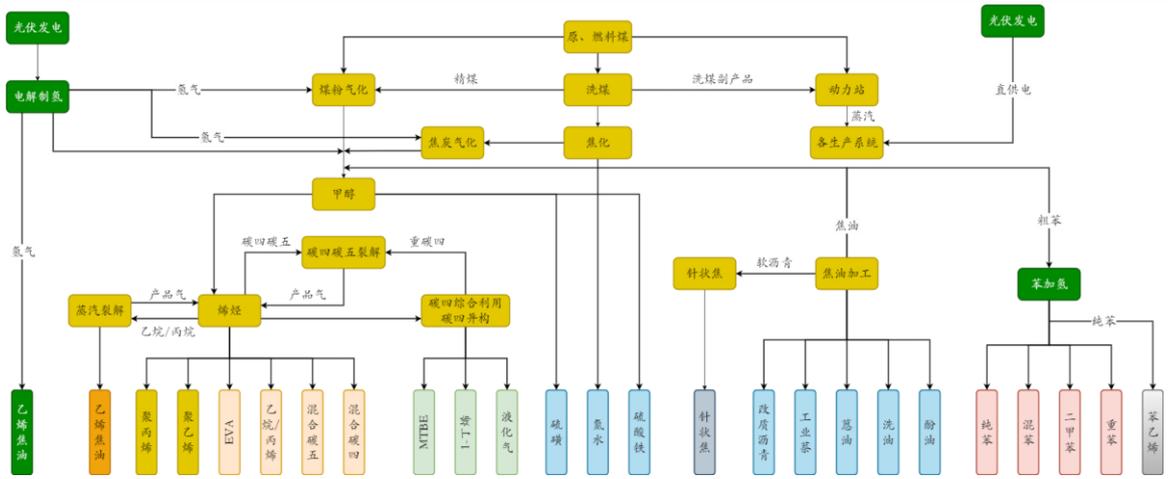


资料来源：公司官网，同花顺iFinD，中银证券

注：股权结构为2024年三季度报告数据

公司主要业务是以煤替代石油，以新能源替代化石能源生产高端化工产品，具体包括：(1) 煤制烯烃，即以煤、焦炉气为原料生产甲醇，再以甲醇为原料生产聚乙烯、聚丙烯；(2) 焦化，即将原煤洗选为精煤，再用精煤进行炼焦生产焦炭；(3) 精细化工，以煤制烯烃、炼焦业务的副产品生产 MTBE、纯苯、工业苯、改质沥青、蒽油等精细化工产品。其中，煤制烯烃为公司最主要的业务。公司在宁夏宁东国家级能源化工基地建设的现代煤化工产业集群，产品涵盖煤炭、焦炭、聚烯烃、EVA、104 万吨精细化工产品等。此外，公司在内蒙古鄂尔多斯地区投资 673 亿元，规划建设年产 500 万吨烯烃项目，其中一期投资 478 亿元，建设年产 300 万吨烯烃，其中 40 万吨绿色烯烃依托配套建设的光电制氢一体化示范项目，采用“风光互补”发“绿电”制取绿氢，用绿氢生产绿色甲醇，再用绿色甲醇生产绿色烯烃，截至 2024 年 11 月，第一套年产 100 万吨聚烯烃装置已进行试生产，并成功产出合格产品。

图表 3. 宝丰能源高端煤基新材料循环经济产业链

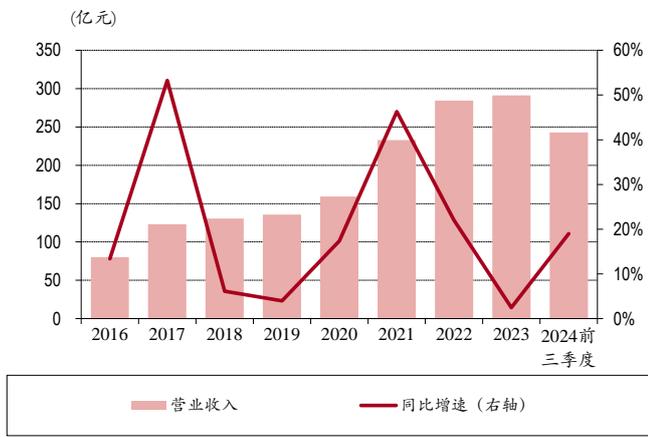


资料来源：公司官网，中银证券

1.2 深耕优势产业集群 公司业绩稳步提升

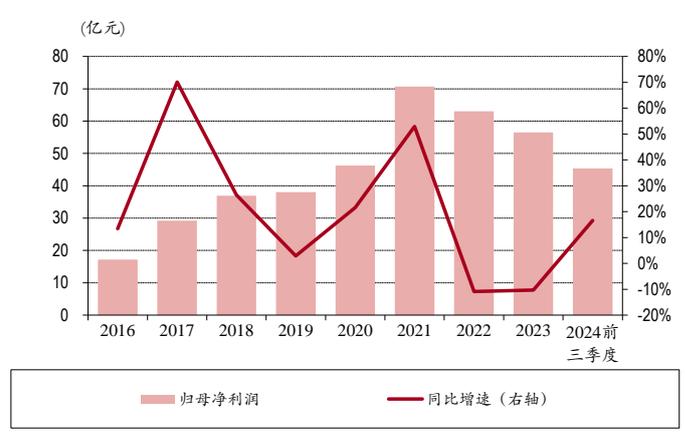
公司经营业绩持续向好。从 2016 年至 2023 年，受益于烯烃、焦炭等产品的扩能达产，公司业绩呈现稳定增长态势，营业收入从 80.27 亿元增长至 291.36 亿元，CAGR 为 20.22%，同期归母净利润从 17.18 亿元增长至 56.51 亿元，CAGR 为 18.54%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 242.75 亿元，同比增长 18.99%，归母净利润 45.37 亿元，同比增长 16.60%。目前内蒙古烯烃项目稳步投产，宁东四期烯烃项目前期准备工作全面启动，新疆宝丰煤基新材料项目进入环评公示，未来随着公司烯烃产能稳步扩张，营业收入和归母净利润有望持续提升。

图表 4. 公司历年营业收入（2016 年-2024 年前三季度）



资料来源：Wind，中银证券

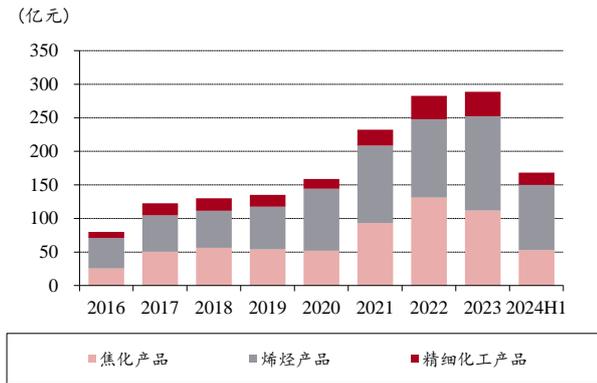
图表 5. 公司历年归母净利润（2016 年-2024 年前三季度）



资料来源：Wind，中银证券

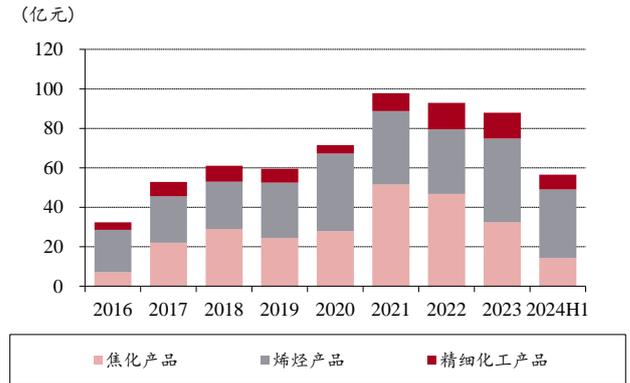
烯烃产品和焦化产品为宝丰能源核心产品。2016-2024H1 公司焦化产品和烯烃产品的营收占比在 85% 以上。2016 年-2021 年公司毛利率相对稳定，维持在 44% 左右。2022/2023 年，受煤炭及原油价格高位震荡影响，焦炭产品成本上升、乙烯行业利润下降，公司销售毛利率分别为 32.87%/30.40%，同比分别减少 9.34 pct/2.47 pct；2023 年焦化产品毛利率为 29.02%，同比减少 6.67 pct；烯烃产品毛利率为 30.25%，同比增加 2.20 pct；精细化工产品毛利率为 35.51%，同比减少 3.12%。2024 年上半年，煤炭价格回落，聚烯烃价格略有走强，公司销售毛利率较 2023 年回升 3.20 pct 达 33.60%，其中烯烃产品表现亮眼，毛利率提高 5.38 pct 达到 35.63%。

图表 6. 公司分产品营收 (2016 年-2024H1)



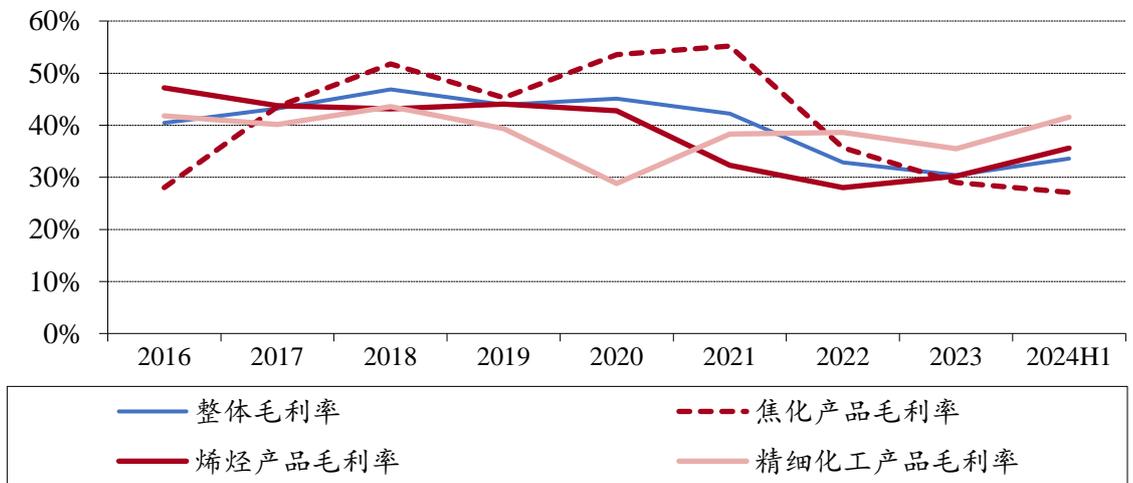
资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 公司分产品毛利 (2016 年-2024H1)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 公司分产品毛利率 (2016 年-2024H1)

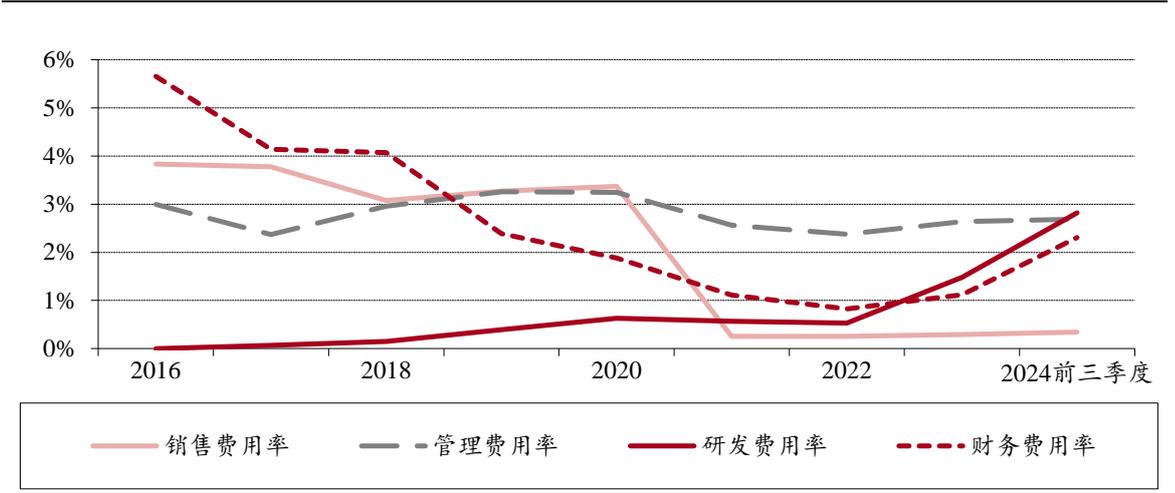


资料来源: wind, 中银证券

1.3 公司管理效率提升, ROE 高于行业平均水平

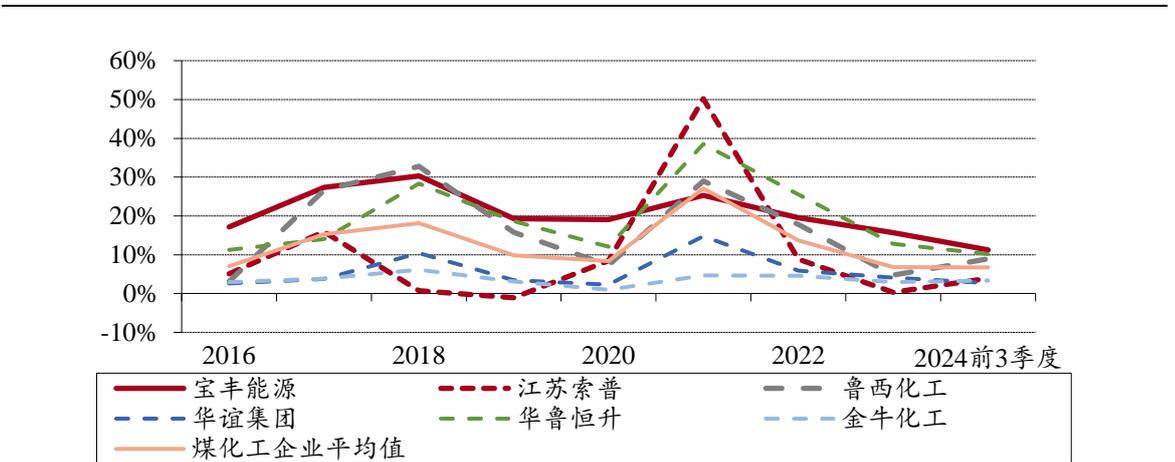
公司降本增效成果显著, ROE 位于行业前列。2016 年-2020 年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率四者之和的平均值为 10.31%, 2021 年以后, 随着公司业务规模提升以及财务状况改善, 整体费用率明显走低。2024 年前三季度, 公司期间费用率为 8.16%, 较 2023 年提高 2.63 pct, 主要是由于推动煤制烯烃技术升级导致研发费用率提升 1.34 pct, 以及投资内蒙古烯烃项目导致财务费用率提高 1.19 pct。相比于石油化工企业以及传统煤化工企业, 宝丰能源 ROE(加权) 高于行业平均水平, 盈利能力良好。

图表 9. 公司费用率情况 (2016 年-2024 年前三季度)



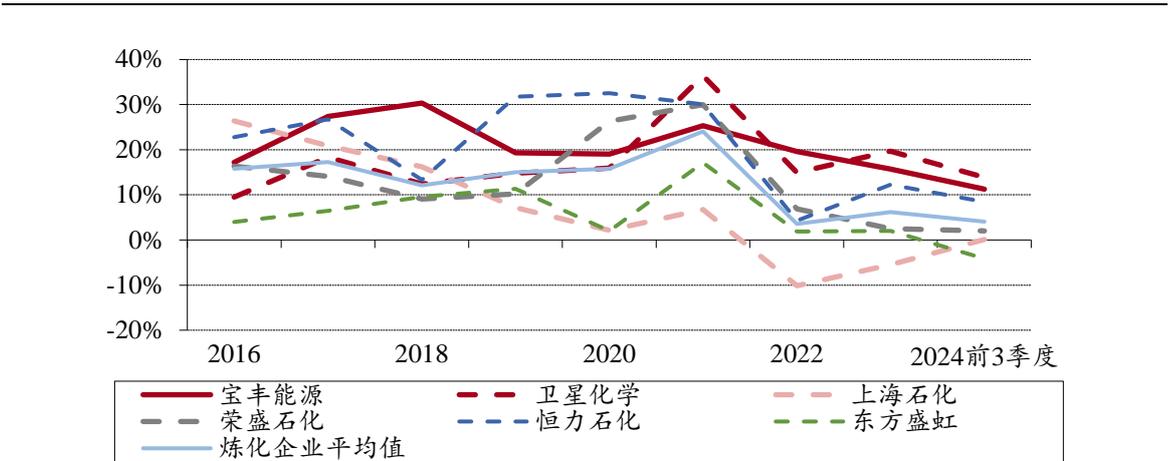
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 10. 煤化工企业历年 ROE(加权)水平对比 (2016 年-2024 年前三季度)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 11. 炼化企业历年 ROE(加权)水平对比 (2016 年-2024 年前三季度)



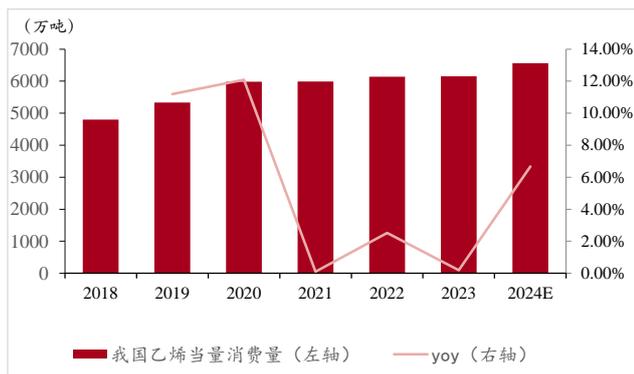
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

煤制烯烃成本领先，公司优势产能持续增长

2.1 国内烯烃需求稳步增长，多元化路线贡献产能增量

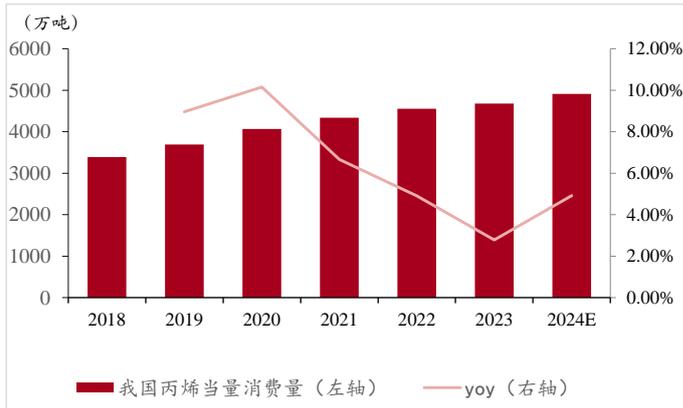
我国烯烃消费量稳步增长。据中国石油集团经济技术研究院统计数据，2023年，我国乙烯和丙烯的当量消费量分别为6150万吨、4680万吨，同比分别增加0.20%、2.79%，2018年-2023年，年均复合增速分别为5.09%、6.66%，预计2024年乙烯、丙烯当量消费量有望达到6560万吨、4910万吨，同比分别增长6.67%、4.91%。

图表 12. 我国乙烯当量消费量（2018年-2024E）



资料来源：中国石油集团经济技术研究院《2023年国内外油气行业发展报告》，中银证券

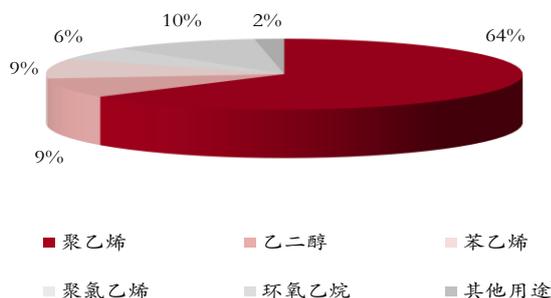
图表 13. 我国丙烯当量消费量（2018年-2024E）



资料来源：中国石油集团经济技术研究院《2023年国内外油气行业发展报告》，中银证券

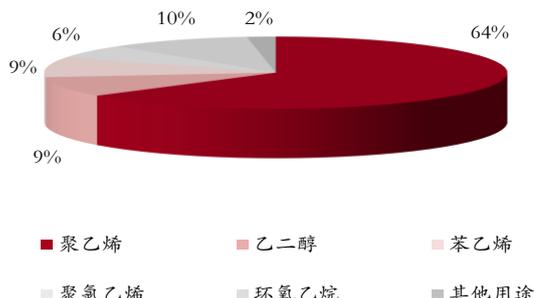
聚乙烯和聚丙烯是烯烃下游主要产品。乙烯下游包括聚乙烯、聚氯乙烯等塑料，以及乙二醇（用于生产抗冻剂和聚酯纤维）等重要化学品。丙烯则广泛用于生产聚丙烯塑料、丙烯酸和丙烯酰胺等。根据百川盈孚数据，2023年乙烯和丙烯下游消费占比最大的分别为聚乙烯和聚丙烯，占比分别为64%和72%。塑料制品在包装、建筑、交通、电器等多个领域都有应用。

图表 14. 乙烯主要下游及占比（2023年）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 15. 丙烯主要下游及占比（2023年）

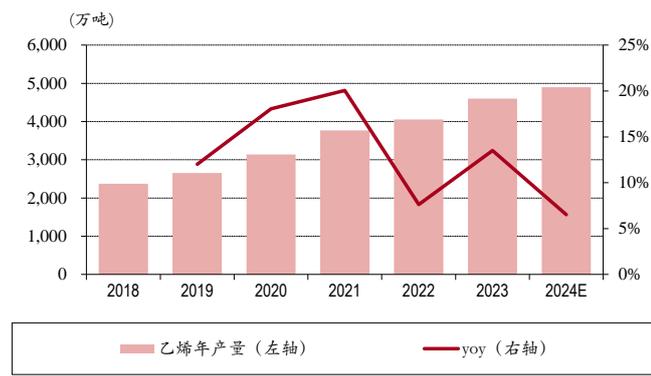


资料来源：百川盈孚，中银证券

烯烃产量是衡量国家石化工业发达程度的重要指标之一。2023年，我国乙烯和丙烯产能分别为5039万吨和6168.6万吨，同比分别增长8.39%和15.50%，2014-2023年的年均复合增速分别为12.06%、9.85%。

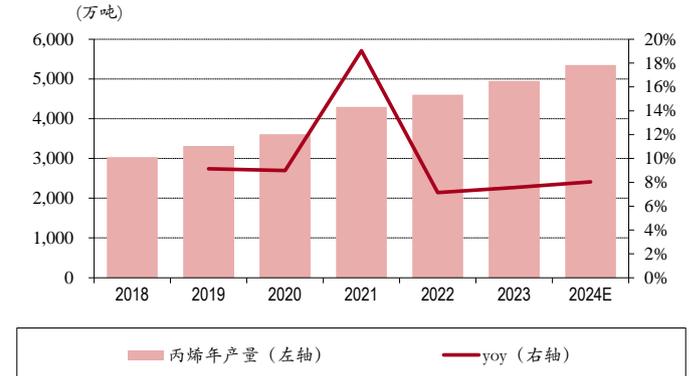
2022年3月，国家工信部联合其他六部门发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，提出要有序推进炼化项目“降油增化”，延长石油化工产业链，大幅提升乙烯当量保障水平。2022/2023年乙烯产量同比分别增长7.62%/13.50%。截至2023年底，相比较6150万吨的消费需求，我国乙烯产能仍存在1000万吨以上的缺口。

图表 16. 我国乙烯产量情况 (2018 年-2024E)



资料来源：中国石油集团经济技术研究院《2023 年国内外油气行业发展报告》，中银证券

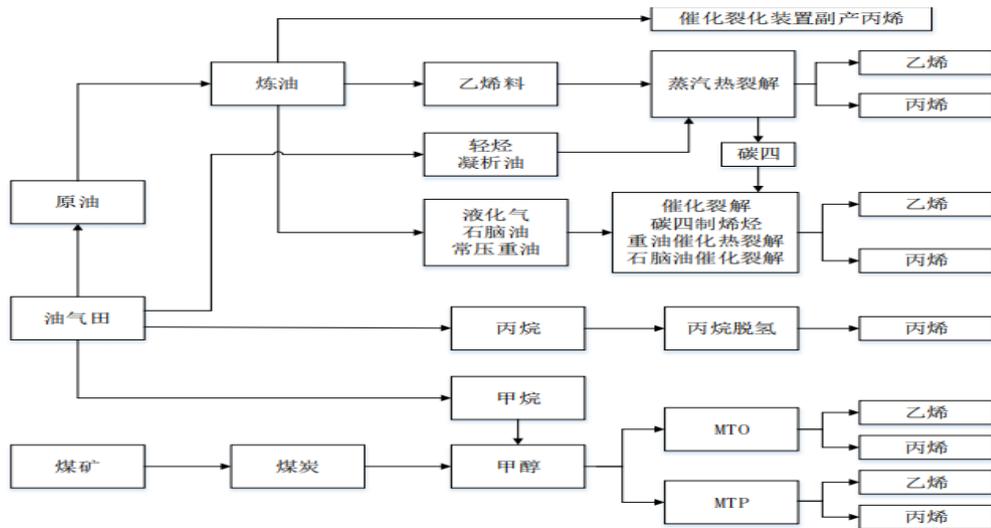
图表 17. 我国丙烯产量情况 (2018 年-2024E)



资料来源：中国石油集团经济技术研究院《2023 年国内外油气行业发展报告》，中银证券

乙烯、丙烯等低碳烯烃的制取主要有三种工艺路线：一是石脑油制烯烃（NSC），二是煤制烯烃（CMTO），三是轻烃裂解，包括丙烷脱氢制丙烯（PDH）、乙烷裂解制乙烯（ODH）等。全球来看，原料轻质化和低成本化是烯烃生产的重要发展方向，在我国，石脑油路线依然占据主导。基于多煤炭贫油少气的资源禀赋，煤制烯烃在我国具有较大的发展前景，预计 2024 年煤制乙烯在总供给中占比约 15.5%，煤炭资源丰富的西部地区成为烯烃扩能的地区之一。

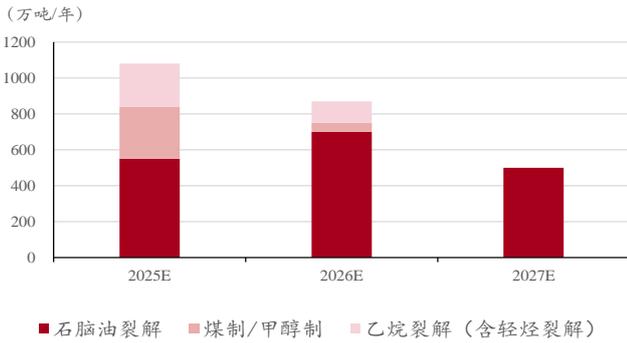
图表 18. 三种典型烯烃生产工艺路线示意图



资料来源：公司公告、中银证券

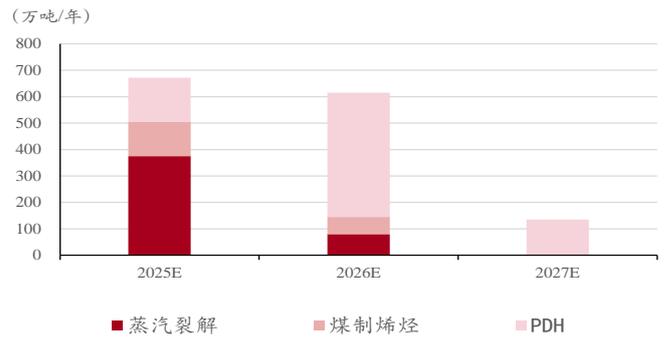
据中石油经研院统计，2023 年，全球乙烯总产能 2.28 亿吨/年，其中乙烷基、石脑油基、LPG/尾油基、煤/甲醇基产能分别占比 39%、35%、20%和 4%。中国乙烯总产能 5195 万吨/年，其中油基产能 3503 万吨/年，占比达 67.43%，但在当前的市场环境下，相较于油头，煤头和气头乙烯具有成本优势。丙烯方面，PDH 装置成为我国丙烯生产的主流工艺。据中石油经研院统计，2023 年我国新投产 PDH 生产装置 10 套，投产产能达 606 万吨/年，PDH 总产能达 1970 万吨/年，占比 30%，成为丙烯最主要的供应来源之一。

图表 19. 乙烯预计新增产能 (2025 年-2027 年)



资料来源: 中国石油集团经济技术研究院《2023 年国内外油气行业发展报告》, 中银证券

图表 20. 丙烯预计新增产能 (2025 年-2027 年)



资料来源: 中国石油集团经济技术研究院《2023 年国内外油气行业发展报告》, 中银证券

我国烯烃产业仍处于扩产周期, 煤制烯烃产能占比较小。据中石油经研院统计, 2023 年国内乙烯新增产能 242.3 万吨, 预计 2024 年乙烯新增产能 320 万吨, 且 2024 年新增产能全为油基路线, 2025-2027 年新增乙烯产能 2450.5 万吨/年, 其中石脑油裂解、煤制/甲醇制、乙烷裂解产能分别为 1750 万吨、340.5 万吨、360 万吨, 分别占比 71.41%、13.90%、14.69%, 国内乙烯新增产能仍以石脑油裂解工艺为主; 2023 年国内丙烯新增产能 729 万吨/年, 预计 2024 年丙烯新增产能 606.5 万吨/年, 2025-2027 年新增丙烯产能将达 1422 万吨/年, 其中蒸汽裂解、煤制烯烃、PDH 产能分别为 455 万吨、195 万吨、772 万吨, 分别占比 32.00%、13.71%、54.29%, PDH 成为国内丙烯行业新增产能主体。

烯烃出口量增长, 但仍呈现净进口态势。据百川盈孚统计, 2023 年我国乙烯、丙烯分别进口 212.66 万吨、238.75 万吨, 同比分别+2.86%、+2.16%, 出口量分别为 15.91 万吨、2.62 万吨, 同比分别+3.26%、-32.51%。2020 年-2023 年, 乙烯、丙烯的进口量复合增速分别为 2.45%、-1.61%, 乙烯、丙烯的出口量复合增速分别为 19.15%、25.08%。截至 2024 年上半年, 我国乙烯、丙烯净进口量分别为 99.65 万吨、95.38 万吨, 同比去年同期分别下降 6.87%、20.38%, 出口量分别为 3.23 万吨、5.27 万吨, 同比去年同期分别-73.85%、+162.76%。根据宝丰能源 2024 年半年报, 2024 年上半年我国聚乙烯、聚丙烯进口量分别为 654 万吨、176 万吨, 同比分别+3.4%、-12.7%, 出口量分别为 45 万吨、126 万吨, 同比去年同期分别-3.9%、+88.3%。随着国内烯烃产业的快速发展, 未来烯烃的进口增速或进一步放缓, 出口增速有望延续高位。

图表 21. 我国乙烯进出口情况 (2014 年-2023 年)



资料来源: 海关总署, wind, 中银证券

图表 22. 我国丙烯进出口情况 (2014 年-2023 年)

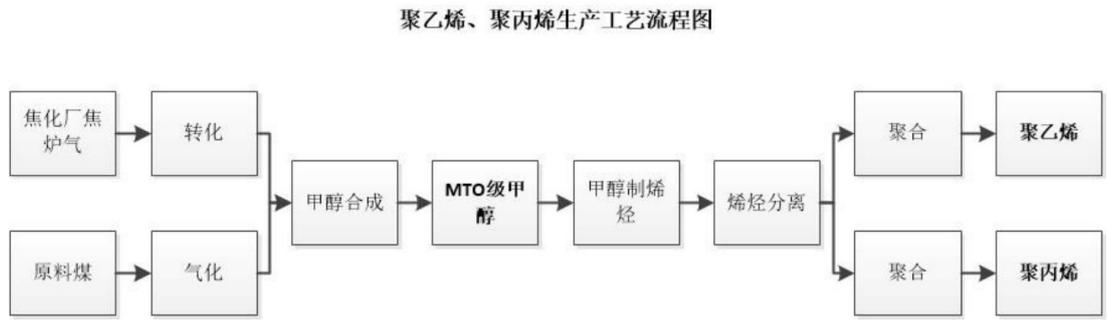


资料来源: 海关总署, wind, 中银证券

2.2 公司扎根煤制烯烃, 产能持续扩张

公司煤制烯烃业务主要产品为聚乙烯、聚丙烯, 公司首先利用煤气化技术将煤转化为合成气, 以合成气为原料生产甲醇, 再由甲醇通过选择性转化反应生产烯烃, 并进一步聚合生成聚乙烯和聚丙烯。

图表 23. 公司烯烃产业工艺流程图



资料来源：公司年报，中银证券

2023 年当年，公司新增煤炭产能 196 万吨/年，同比增长 24%，新增聚乙烯、聚丙烯产能 90 万吨/年，同比增长 75%。截至 2023 年末，公司共有三套烯烃生产项目，烯烃总产能 220 万吨/年，聚乙烯、聚丙烯总产能 210 万吨/年，EVA 产能 25 万吨，另有 300 万吨/年烯烃项目在建，截至 2024 年半年报，内蒙古项目已投资 153.31 亿元，2024 年 11 月，首套年产 100 万吨烯烃生产线进入试生产阶段。

图表 24. 公司烯烃板块主要产品及产能

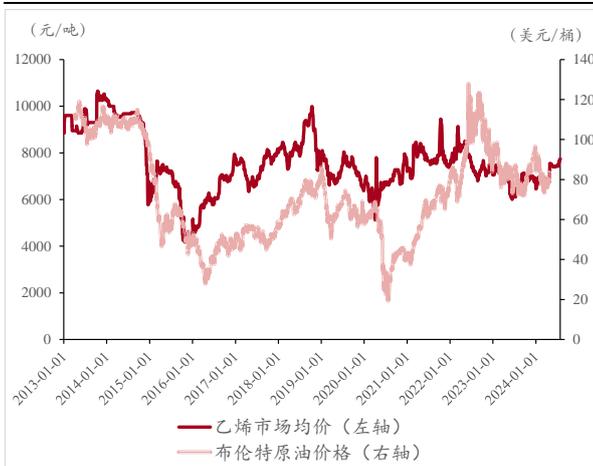
主要烯烃项目	设计产能	状态	在建产能预计完工时间
一期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	已投产	-
二期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	已投产	-
三期烯烃项目	90 万吨/年聚乙烯、聚丙烯， 25 万吨/年 EVA	已投产	-
内蒙古烯烃项目	300 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	首套 100 万吨/年烯烃生产线 试生产	2024 年

资料来源：公司年报，中银证券

2.3 煤头依托工艺路线优势，盈利能力稳定向好

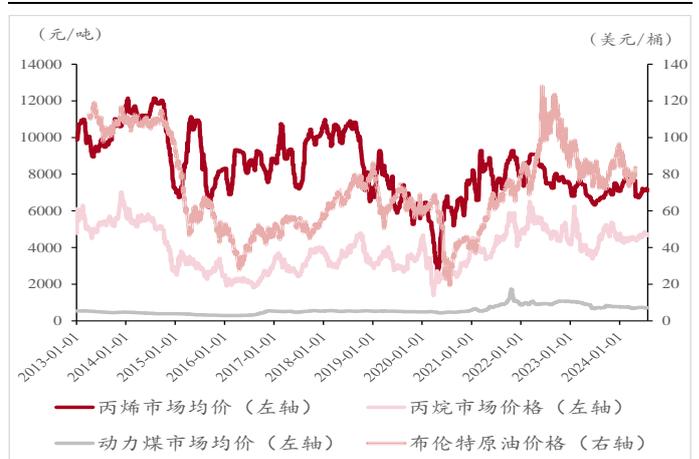
2013-2024 年乙烯价格和布伦特原油价格、动力煤市场均价、乙烷市场价格的相关系数分别为 0.73、0.09 和 0.17，丙烯价格和布伦特原油价格、动力煤市场均价、丙烷市场价格的相关系数分别为 0.49、-0.20、0.41。乙烯价格和国际油价有较高的相关性，丙烯由于各工艺路线分布较为平均，价格同各原料价格没有出现明显的相关性，但和国际油价走势最为接近。

图表 25. 乙烯市场均价与主要原料价格（2013 年-2024 年）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 26. 丙烯市场均价与主要原料价格（2013 年-2024 年）



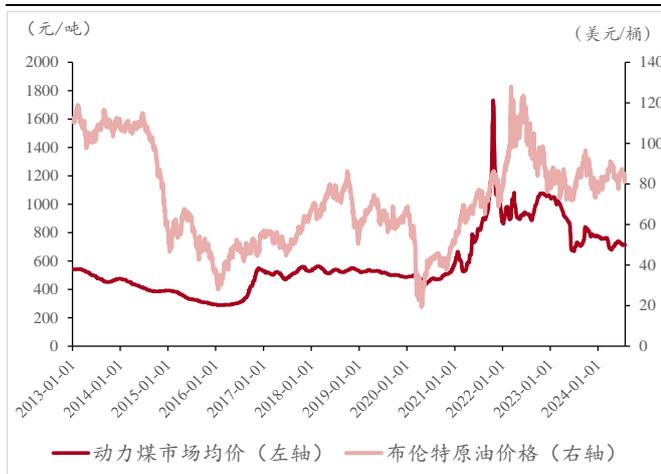
资料来源：百川盈孚，中银证券

国际油价预计维持中高位水平震荡。宏观方面，美国通胀压力减弱，美联储降息落地，美元指数走弱，或对原油等大宗商品价格形成支撑。地缘政治方面，以色列和黎巴嫩真主党之间的紧张局势不断升级，中东地区冲突外溢的风险加大，同时俄乌冲突仍在延续。OPEC+各国再次调整产量计划，此前8个欧佩克和非欧佩克产油国在6月份举行的部长级别会议上，同意将2023年4月宣布的日均165万桶的减产协议延长一年至2025年12月底，并将八个成员国每日220万桶的“自愿减产措施”延长至2024年Q3，此后，在8月和10月的会议上，“自愿减产措施”的恢复时间多次推迟，根据12月份OPEC+的会议决议，原则上已同意推迟原定的1月增产计划，明年一季度将维持当前生产水平，4月开始逐步解除石油减产，直到2026年9月。

需求端，全球原油需求有望在2024年及2025年保持增长态势。EIA在12月的《短期能源展望》报告中，预计2024年全球原油消费量将增加90万桶/日，预期2025年全球石油需求增长130万桶/日；欧佩克在12月的月度报告中，预测2024年全球石油需求增速为160万桶/日，此前预期为182万桶/日；IEA在12月份的原油月报中预测2024/2025年世界石油需求增量分别为84万桶/日和110万桶/日。库存方面，截至12月13日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量8.14亿桶，比前一周减少41.5万桶，其中，美国商业原油库存量4.21亿桶，比前一周下降93.4万桶；美国汽油库存总量2.22亿桶，比前一周增长234.7万桶；馏分油库存量为1.18亿桶，比前一周下降318万桶。

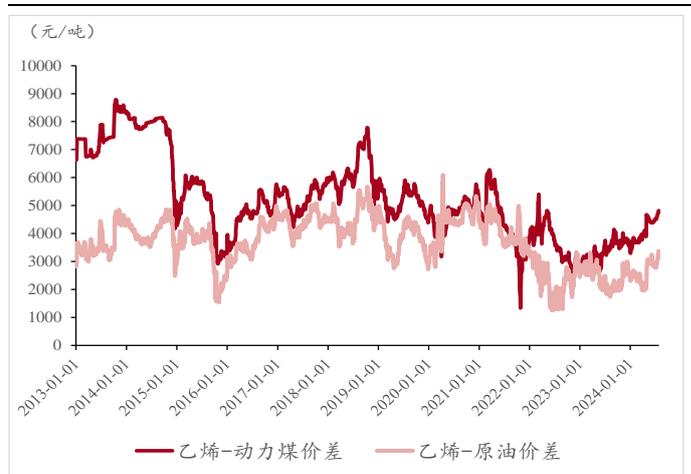
明年煤价或小幅波动，略有下行。供应端，国内产量稳定，进口煤快速增长。根据国家统计局的数据，2024年前11个月，中国原煤总产量为43.2亿吨，同比增长1.2%，进口煤炭4.9亿吨，同比增长14.8%。煤炭进口量快速增长的主要原因是进口煤较国内同热值煤炭存在价格优势，国内用煤企业对进口煤接受度较高。消费端，煤炭需求保持旺盛，根据国家统计局数据，2024年前11个月，规模以上工业发电量85687亿千瓦时，同比增长5.0%。进入冬季，随着电力消费进入旺季，电煤需求或继续增长，另一方面，工业增长加快，化工煤需求有望回升。综合来看，煤炭需求保持旺盛，国内产量整体持稳，但基于煤炭海内外价差，进口量仍存在提升空间，我们预计2025年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。

图表 27. 动力煤市场均价与布伦特原油价格（2013年-2024年）



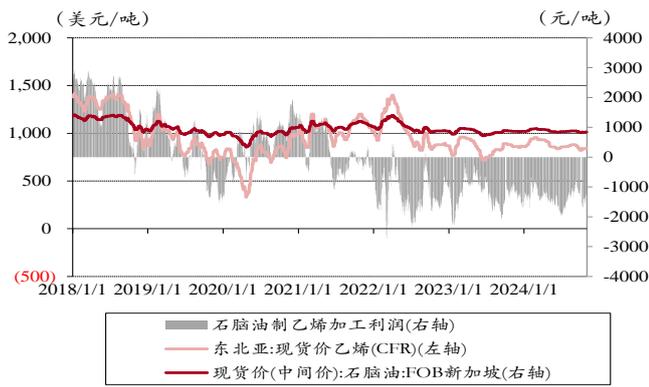
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 28. 乙烯-动力煤价差与乙烯-原油价差（2013年-2024年）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 29. 油头乙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中塑在线, 中银证券

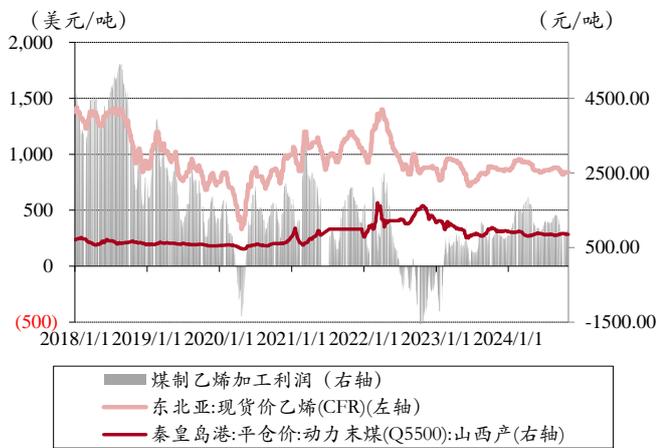
图表 30. 油头丙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中塑在线, 中银证券

根据我们测算, 2023 年, 石脑油裂解制乙烯、煤制乙烯及乙烷制乙烯的年均毛利分别为-1213.06 元/吨、866.98 元/吨及 934.55 元/吨, 同比分别-0.23%、+219.79%及+252.55%。石脑油裂解制丙烯、煤制丙烯及 PDH 工艺制丙烯的年均毛利分别为-312.94 元/吨、809.01 元/吨及-675.73 元/吨, 同比分别+3.58%、+644.35%及-14.81%。截至 2024 年 10 月底, 石脑油裂解制乙烯、煤制乙烯及乙烷制乙烯的平均毛利分别为-1358.36 元/吨、1239.45 元/吨、1727.25 元/吨, 同比分别+11.98%、+42.96%、+84.61%。石脑油裂解制丙烯、煤制丙烯及 PDH 工艺制丙烯的平均毛利分别为-601.62 元/吨、1038.98 元/吨及-768.78 元/吨, 同比分别+92.25%、+28.42%及+13.77%。展望 2025 年, 原油价格中高位震荡, 煤炭价格下行, 随着国内需求修复增长, 煤制烯烃的加工利润有望维持在较高水平。

图表 31. 煤头乙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

图表 32. 煤头丙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

图表 33. 气头乙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



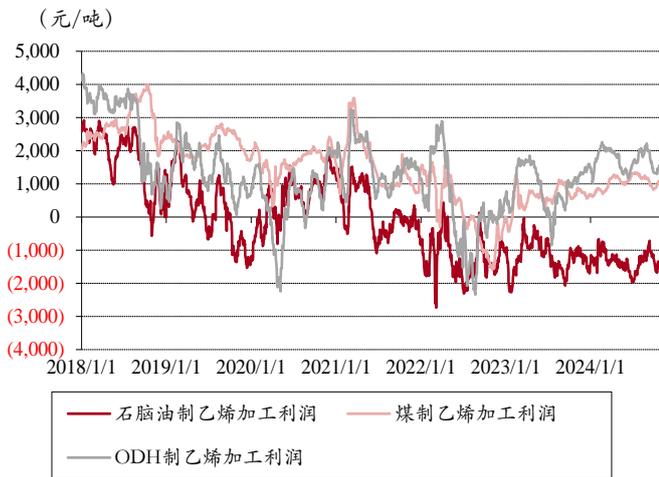
资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

图表 34. 气头丙烯加工利润 (2018 年-2024 年)



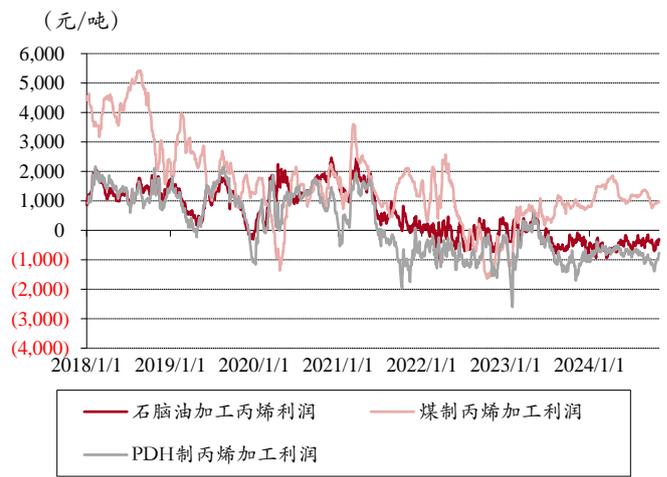
资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

图表 35. 乙烯三种工艺路线利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

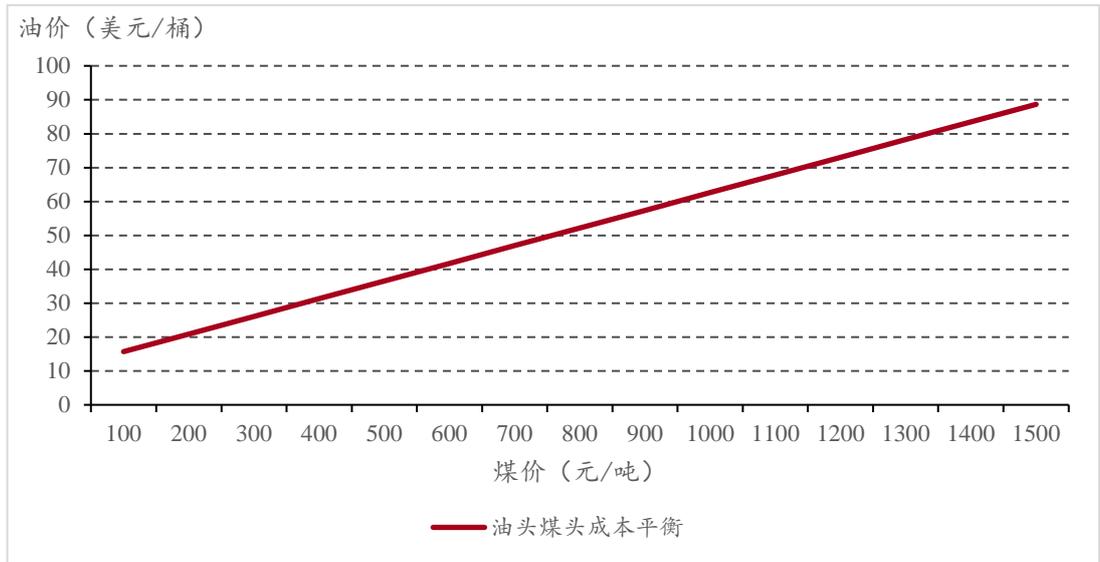
图表 36. 丙烯三种工艺路线利润 (2018 年-2024 年)



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

根据我们的测算，以美元/人民币汇率 7.2 为基准计算，在油价 70 美元/桶的情况下，石脑油制乙烯的单吨成本约为 5830 元，这相当于煤价 1064 元/吨时煤制乙烯的单吨成本；在煤价 850 元/吨的情况下，煤制乙烯的单吨成本约为 5060 元，原油价格需降至 58 美元/桶才具有同等的成本竞争力。

图表 37. 油头煤头制乙烯成本平衡图



资料来源: wind, 隆众资讯, 金联创, 中银证券

2.4 煤化工审批趋严，区位优势构筑低物流成本

2017年3月，国家发改委、工业和信息化部发布《现代煤化工产业创新发展布局方案》（以下简称“《方案》”），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，并将纳入《方案》的新建煤制烯烃、芳烃项目下放省级政府核准。2023年6月，国家发展改革委等六部门联合发布《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》（以下简称“《通知》”），作为《方案》的补充，《通知》指出，对于此前未纳入《方案》的新建煤制烯烃项目，需经评估论证并纳入《方案》后，由省级政府核准。《通知》对煤化工行业提出了更严、更高的审批、建设与生产标准。

公司的煤化工产能位于宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯，均处在《方案》规划布局的现代煤化工产业示范区。2022年10月由内蒙古自治区人民政府办公厅发布的《关于支持鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区的指导意见》将公司内蒙古煤化工项目列作重大示范项目。我们认为，随着《通知》实施落地，煤化工行业标准趋严，产能增速或将放缓，公司已有及在建内蒙古项目将具备更大优势。

图表 38. 部分煤化工相关政策

政策文件	发文机关	主要内容	发布时间
《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部、自然资源部、生态环境部、水利部、应急管理部	规范项目建设管理, 从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量, 此前未纳入《方案》的新建煤制烯烃、新建煤制对二甲苯(PX)项目, 由国家发展改革委、工业和信息化部会同相关部门, 按照《政府核准的投资项目目录(2016年本)》规定, 根据项目原料、用能、水资源等要素保障条件, 经评估论证并纳入《方案》后, 由省级政府核准。新建年产超过100万吨的煤制甲醇项目, 由省级政府核准。	2023.6
《关于支持鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区的指导意见》	内蒙古自治区人民政府办公厅	进一步优化产业布局; 科学有序推进示范项目建设, 积极发展高品质高端特种油品; 加快推动关键技术攻关, 支持企业开展大型关键技术研发、推广和应用; 推动现代煤化工能耗、水耗、“三废”利用升级示范; 积极优化产品结构, 加快开发高端产品; 推进绿色低碳发展, 完善节能标准体系; 推进煤化工产业绿色化改造, 降低单位能源消耗、二氧化碳排放、用水量; 加强安全环保监管, 强化安全生产责任制	2022.1
《现代煤化工产业创新发展布局方案》	国家发展改革委、工业和信息化部	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。每个示范区“十三五”期间新增煤炭转化量总量须控制在2,000万吨以内(不含煤制油、煤制气等煤制燃料)。将列入《现代煤化工产业创新发展布局方案》的新建煤制烯烃、煤制芳烃项目(不包括煤制油、煤制气等煤制燃料项目), 下放省级政府核准	2017.3

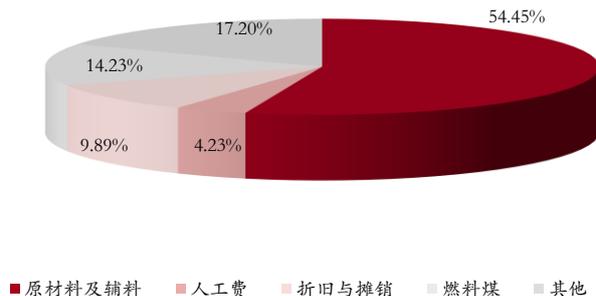
资料来源: 公司公告, 国家发改委, 内蒙古自治区发改委, 中银证券

区位优势降低运输成本。公司本部位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地, 新投资建设的内蒙古宝丰煤基新材料有限公司一期260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目位于“金三角”的另一核心区内蒙古鄂尔多斯, “金三角”地区煤炭资源非常丰富, 产业链原料供给充足、便利, 原料成本更低; 内蒙古子公司更加靠近华北、华东等主要产品销售区域, 物流运输发达便利, 运输成本更低。

2.5 高效投资及技术进步塑造生产低成本

相比于石脑油裂解(NSC), 煤制烯烃(CMTO)路线原料成本低廉, 但能耗大、项目投资高。根据我们的测算, 2023年公司CMTO路线单吨烯烃生产成本6165元左右, 其中原料煤及辅料、燃料煤、折旧与摊销、人工费分别占比54.45%、14.23%、9.89%和4.23%。根据各公司煤制烯烃项目的环评报告以及公告, 宝丰能源煤制烯烃项目的单位产能投资额、单位产品原料消耗量均处于行业较低水平。

图表 39. 公司 CMTO 烯烃成本构成 (2023 年)



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 40. 煤制烯烃成本对比

项目	烯烃产能 (万吨)	投资额 (亿元)	单吨烯烃投资额 (万元)	原料消耗 (万吨)	单吨烯烃原料消耗 (吨)
神华包头一期	60	170.00	2.83	344.00	5.73
神华包头二期	75	171.50	2.29	306.80	4.09
宁煤沙特合资	70	204.45	2.92	339.40	4.85
新疆山能化工	80	198.24	2.48	390.21	4.88
大唐国际多伦	46	118.00	2.57		
久泰能源	60	142.80	2.38	290.00	4.83
中天合创化工	137	395.57	2.89	659.51	4.81
青海矿业	60	211.44	3.52	292.40	4.87
中煤蒙大(甲醇制烯烃)	60	104.00	1.73	180.00(甲醇)	3.00(甲醇)
宝丰宁东一期(甲醇制烯烃)	60	41.29	0.69	212.50(甲醇)	3.54(甲醇)
宝丰宁东二期(焦炭气化)	60	152.79	2.55	334.24(焦炭)	5.57(焦炭)
宝丰宁东三期	90	129.73	1.44	/	/
宝丰内蒙古一期	300	478.11	1.59	829.22	2.76

资料来源：中国政府网，各公司年报，各项目环评报告，各公司官网，各公司招股书，中国石油和化学联合会煤化工专业委员会，中银证券

公司具备技术后发优势，在项目建设过程中引进、吸收了多项国际国内一流的煤化工先进技术，降低了生产成本，提升项目的盈利能力。2023年，公司完成了甲醇细渣减量化等科研项目落地，开发了可快速响应的电解水制氢装置及系统，实施科技攻关及新技术应用研究项目33项，参与国家、行业及团体标准修订10项，获专利授权38项。

图表 41. 公司煤制烯烃技术

煤制烯烃工序	使用技术	技术优势	技术提供方
甲醇合成	径向流蒸汽向上式	床层压降小、气体分布均匀、合成效率高	英国戴维公司
甲醇制烯烃	DMTO	乙烯、丙烯选择性高、收率高	中科院大连物化所
烯烃分离	前脱丙烷、后加氢	能耗低，乙烯、丙烯收率高	美国鲁姆斯公司
聚乙烯装置	UNIPOL 气相流化床	反应温度均匀、散热稳定，能产出多种牌号的聚乙烯产品	UNIVENTION
聚丙烯装置	卧式双反应器串联工艺	能够生产多种牌号的聚丙烯产品	INEOS

资料来源：公司招股书，中银证券

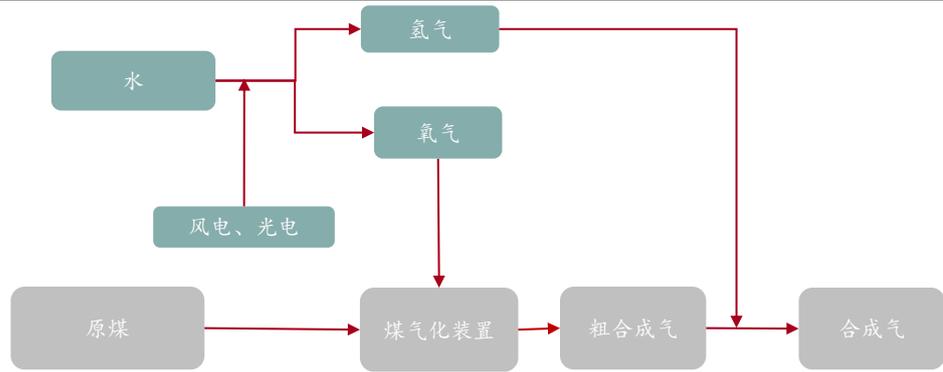
技术进步降低原料及能源消耗。公司内蒙古新建260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃工程将使用中科院大连物化所的DMTO三代技术。2020年11月中国石油和化学工业联合会组织对该项技术进行了科技成果鉴定，认定其甲醇处理量显著提高，烯烃甲醇单耗显著降低，单位烯烃能耗明显下降。据中国经营报，“绿氢+煤”制烯烃项目全部建成后的能源转化效率将达到47.54%、单位产品水耗9.16吨/吨烯烃、单位产品能源消耗1.71吨标煤/吨烯烃，各项能效指标均优于行业当前标杆水平。据环评报告，内蒙古新建项目设计原料煤用量829.22万吨/年、燃料煤用量132.41万吨/年（植入绿氢5年后降至111.52万吨/年）。烯烃/原料煤比达到2.76，相比现有产能，每吨烯烃可节约1.20吨左右原料煤，单吨生产用燃料煤降低至约0.44吨。

2.6 煤化工与新能源耦合，符合新质生产力发展要求

2023年6月，国家发改委等六部门联合发布《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，强调推动现代煤化工绿色低碳发展，包括加快高浓度二氧化碳大规模低能耗捕集利用与封存、制备高附加值化学品技术开发和工业化应用；加强传统能源与新能源综合开发利用，推动煤电、气电、风光电互补；推动新建项目每吨产品新鲜水耗达到行业领先水平。对煤化工项目碳排放、用水量提出了更高标准的新要求。

布局绿氢，“源头替代”降低碳排放。公司制氢项目利用“风光融合”生产绿电，通过电解水制取“绿氢”，用“绿氢”替代化石能源生产绿色甲醇、绿氨、绿色烯烃等绿色材料和绿色燃料。2023年，公司通过“绿氢”、“绿氧”替代原料煤、燃料煤制氢制氧，减少排放二氧化碳当量75.65万吨。公司内蒙古煤基新材料项目是目前在建的全球单厂规模最大的“绿氢+”煤制烯烃项目，据环评报告，植入绿氢5年后可节约燃料煤用量15.78%左右，节约生产用水量5.82%左右。

图表 42. 公司植入绿氢耦合制烯烃工艺路线

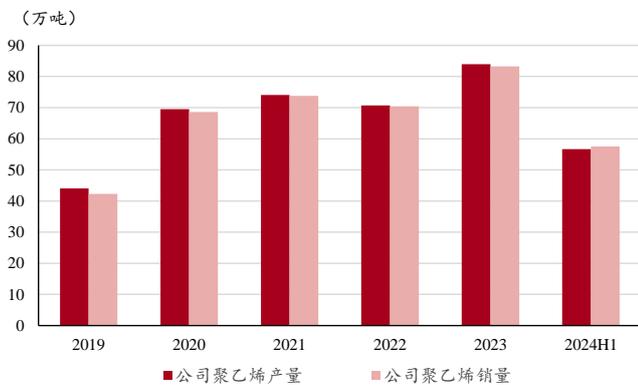


资料来源：公司年报，公司招股书，中银证券

2.7 烯烃产能陆续释放，业绩有望持续增长

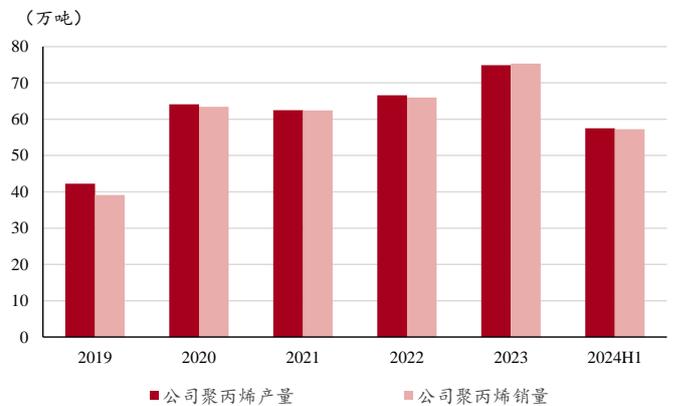
公司烯烃产能产量持续释放。2019 年末，公司募投项目二期烯烃正式投产，2020 年烯烃产能扩充，产量同比增长 54.79%。2021、2022 年，公司未有新增产能，但保持满产满销，烯烃平均产能利用率分别达到 111%、114.38%，产销率分别为 100.26%、100.63%。2023 年公司三期烯烃项目投产，烯烃产能增长 75%。截至 2024 年中报，公司聚乙烯、聚丙烯产量分别为 56.86 万吨、57.50 万吨，同比分别增长 69.23%、81.79%。公司内蒙古一期 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目的第一系列年产 100 万吨烯烃生产线已于 11 月进入试生产阶段。2024 年 2 月，公司三期烯烃配套的 25 万吨/年 EVA 装置投产，截至 2024 年中报，已完成发泡料到光伏料的生产过渡，上半年共生产 EVA 7.92 万吨，贡献收入 6.31 亿元。未来随着内蒙古项目新产能释放，烯烃业务有望迎来持续增长。

图表 43. 公司聚乙烯产销量 (2019 年-2024H1)



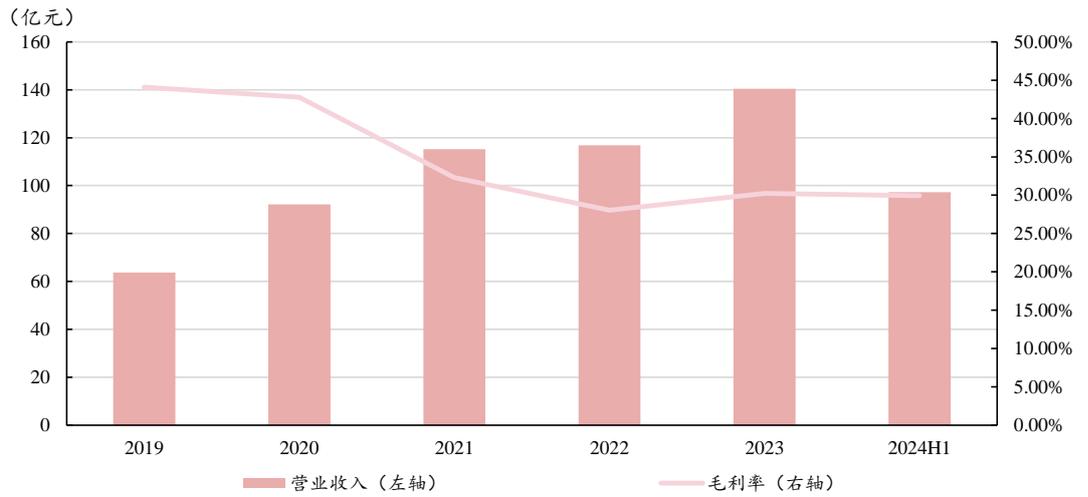
资料来源：公司年报、半年报，中银证券

图表 44. 公司聚丙烯产销量 (2019 年-2024H1)



资料来源：公司年报、半年报，中银证券

图表 45. 烯烃板块营收及毛利 (2019 年-2024H1)



资料来源: 公司年报、半年报, 中银证券

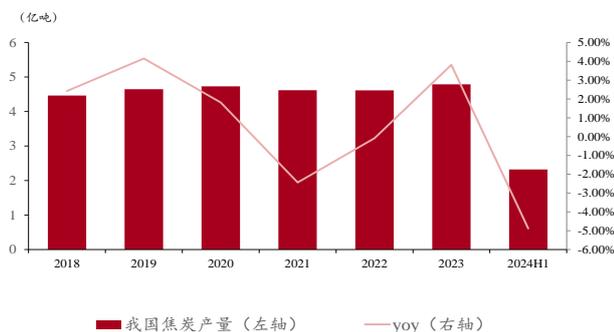
煤焦生产运营一体化，焦炭行业景气度有望修复

3.1 焦炭下游需求偏弱，行业处于周期底部

焦炭是传统的煤化工产品，工业上通常以焦煤经过高温干馏生产获得，可以作为还原剂、能源和供碳剂用于钢铁生产、有色金属冶炼、合成化学等领域。焦炭产量较为稳定，据 wind 统计，2018-2023 年，我国焦炭产量由 4.46 亿吨增长至 4.78 亿吨，年均复合增速 1.42%，2024 年上半年，我国焦炭产量 23201.06 万吨，同比下降 4.88%。

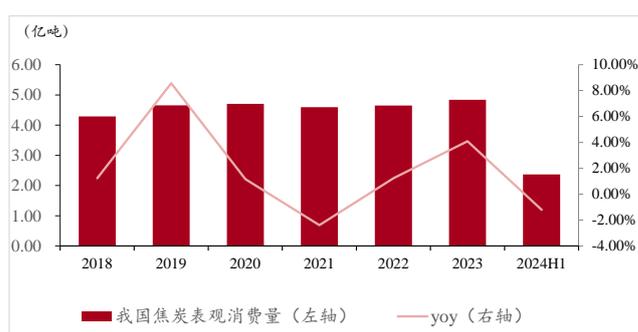
需求端，钢铁行业是焦炭的主要下游，根据百川盈孚统计数据，截至 2023 年底，有约 85% 用于钢铁工业，5% 用于有色金属冶炼，5% 用于铸造、铁合金冶炼。因此，焦炭的景气度和钢铁行业密切相关。据 wind 统计数据，2018-2023 年，我国焦炭表观消费量由 4.29 亿吨增长至 4.84 亿吨，年均复合增速 2.47%。

图表 46. 我国焦炭产量 (2018 年-2024H1)



资料来源: wind, 中银证券

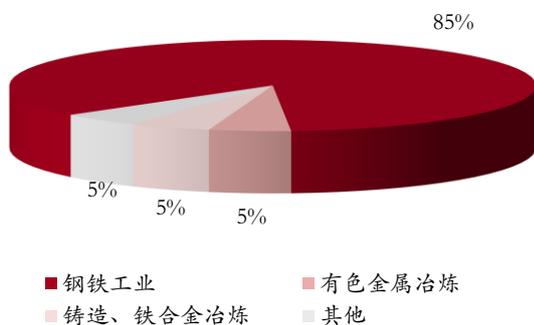
图表 47. 我国焦炭表观消费量 (2018 年-2024H1)



资料来源: wind, 中银证券

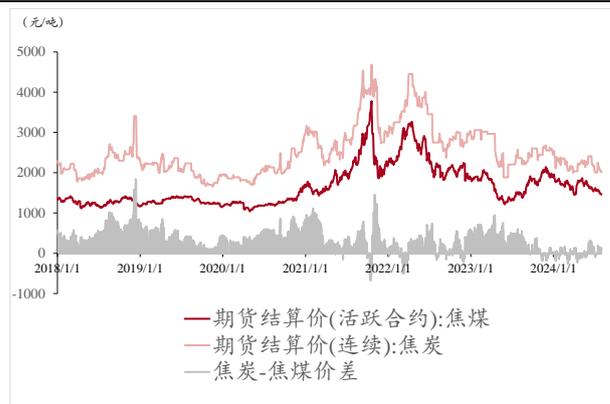
据国家统计局，2023 年，我国生铁产量 7.29 亿吨，同比略微下降 0.11%。据 wind 统计数据，2023 年我国钢材表观消费量 10.97 亿吨，同比增长 0.74%。供需来看，钢铁需求复苏不理想，库存持续走高，供应过剩问题仍然存在。钢铁行业利润表现不佳，据国家统计局，2024 年上半年，黑色金属冶炼和压延加工业行业平均利润同比由盈转亏。2024 年 4 月 3 日，国家发展改革委、工业和信息化部等部门就 2024 年粗钢产量调控工作进行研究部署，旨在推动钢铁产业结构调整优化。展望后市，我们认为，受下游钢铁行业景气度偏弱影响，焦炭行业需求或短期承压，但焦炭-焦煤价差已至历史低位，随着我国宏观政策持续加码，钢铁行业景气度有望修复，焦炭行业需求或逐步提升。

图表 48. 焦炭下游消费结构 (2023 年)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 49. 双焦价格及价差 (2018 年-2024 年)

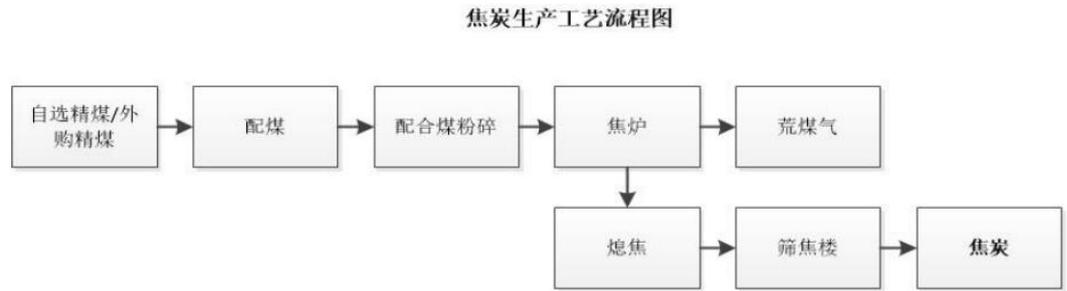


资料来源: wind, 大连商品交易所, 上海期货交易所, 中银证券

3.2 公司煤焦一体化运营，成本优势突出

公司焦炭产业链以自产原煤和外购原煤为原料，经过掺配、洗选，生产精煤、中煤、煤泥和矸石，自产精煤与外购精煤按一定比例掺配后，经过焦化工艺生产焦炭，同时副产焦炉气。截至 2024 年上半年，公司焦炭总产能 700 万吨/年，煤炭权益总产能 1012 万吨，其中自有产能 820 万吨。

图表 50. 公司焦炭产业链



资料来源：公司年报，中银证券

钢铁冶炼是焦炭的主要下游，根据灰分比例、硫分等指标，冶金焦分为一级、二级、三级，等级越高，灰分、硫分比例越小，机械强度和反应后强度越高。公司焦化主要产品是非等级冶金焦、化工焦，强度接近二级焦。

焦炭的生产环节，根据冷却方式，可以分为湿熄焦、干熄焦，用水喷淋对赤热焦炭进行冷却称作湿熄焦，用冷惰性气体（通常为氮气）对赤热焦炭进行冷却的称作干熄焦。干熄焦技术可以避免湿熄焦带来的大气污染问题、回收赤热焦炭中的热量，且可提高焦炭质量，在环境效益、节能效益和经济效益方面相比湿熄焦均有明显优势。2023 年三季度，公司焦炭产品已全部改为干熄焦。

图表 51. 冶金焦等级标准

指标	一级	二级	三级
灰分/%	≤12.0	≤13.5	≤15.0
硫分（质量分数）/%	≤0.70	≤0.90	≤1.10
机械强度	抗碎强度 (M25)/%	≥92.0	≥85.0
	(M40)/%	≥82.0	≥74.0
	耐磨强度 (M10)/%	≤7.0	≤10.5
反应性	≤30	≤35	-
反应后强度	≥60	≥55	-

资料来源：全国标准信息公共服务平台，中银证券

公司自有马莲台煤矿、四股泉煤矿、红四煤矿和丁家梁煤矿四座煤矿，另有红一、红二煤矿 40% 的权益产能，截至 2024 年上半年，公司煤矿权益产能合计 1012 万吨，其中，自有产能 820 万吨，精煤产率约 50%，2023 年公司焦化板块煤炭自给率约 45%。此外，公司煤炭生产具有成本优势，根据公司公开披露的投资者调研公告显示，马莲台煤矿成本约 100 元/吨，红四煤矿成本约 165 元/吨。

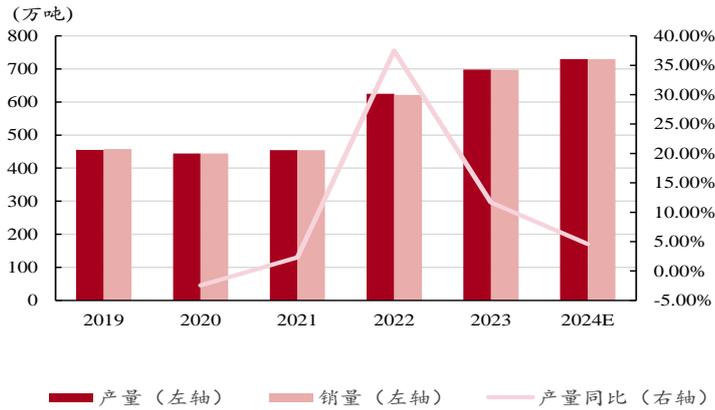
图表 52. 公司煤矿产能

煤矿	产能（万吨/年）					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
马莲台	360	360	360	360	400	400
四股泉	150	150	120	120	120	120
红四			240	240	300	300
红一（权益）				96	96	96
红二（权益）					96	96
合计	510	510	720	816	1012	1012

资料来源：公司公告，中银证券

公司焦炭满产满销。截至 2023 年末，公司共有焦炭产能 700 万吨，2023 年公司焦炭产量 698.03 万吨，产能利用率 99.72%，焦炭销量 697.55 万吨，产销率 99.93%。

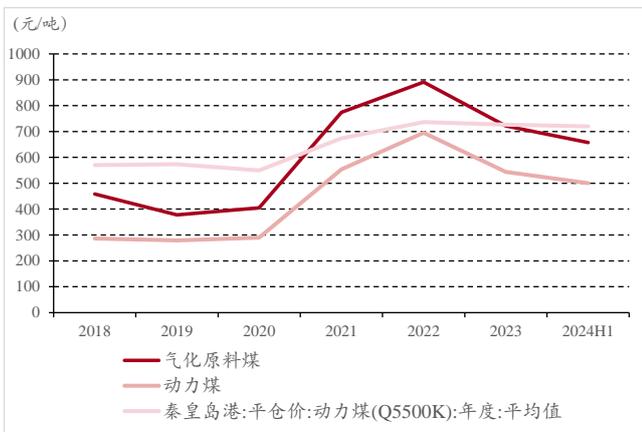
图表 53. 公司焦炭产销量



资料来源：公司年报，中银证券

公司焦化厂位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地，公司产业链一次性规划，实现集中布局，具备一体化优势，且周边煤炭资源丰富，既可以保障原料的稳定供应及装置的高效运行，又大幅降低了能源消耗、物流成本、管理成本。据公司公告，2024年上半年公司气化原料煤、炼焦精煤、动力煤平均采购单价(不含税)分别为 561.73 元/吨、1115.44 元/吨、427.84 元/吨，同比分别降低 15.50%、12.88%、18.28%。

图表 54. 公司采购煤炭单价 (含税) 和市场价 (2018 年-2024H1)



资料来源：wind，公司公告，中银证券

图表 55. 公司采购炼焦煤价格 (含税) 和市场价 (2018 年-2024H1)

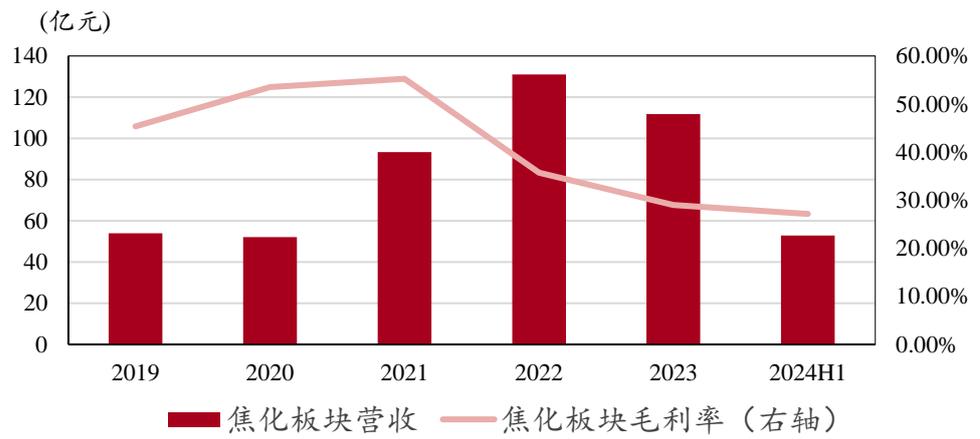


资料来源：wind，公司公告，中银证券

3.3 焦化板块盈利有望修复

焦化产品处于周期底部，盈利逐步企稳。自上市以来，公司通过技改降本或产能扩张，带动焦化业务持续增长，2019 至 2023 年，焦化分部营业收入年复合增速 20.03%。2024 年上半年在下游钢铁冶炼需求减弱，焦炭价格走低，焦炭-焦煤价差跌至历史低位的市场环境下，公司借助煤焦一体化优势，焦化产品毛利率仍达到 27.13%。未来随着焦炭行业周期复苏，焦化板块业绩有望修复。

图表 56. 焦化板块营收及毛利率



资料来源：公司年报，半年报，中银证券

精细化学品产品矩阵丰富 业务规模稳步提升

公司精细化工产业链是焦化产业链和烯烃产业链的延伸，截至 2024 年中报，公司现有精细化工产能 104 万吨/年，产品涵盖改制沥青、纯苯、MBTE 等产品。

4.1 精细化工产品价格与油价存在较强相关性

公司精细化工主要产品多数位于原油的下游产业链。其中纯苯市场主要以石油苯为主；MTBE 大都通过碳四（主要为炼厂副产）和醇反应生成；苯乙烯的上游原材料是纯苯和乙烯，和石油密切相关。因此，公司多数精细化工产品价格和原油价格具有关联性，在国际原油价格维持中高位震荡的背景下，公司精细化工产品盈利有望维持较好水平。

图表 57. 公司精细化工主要产品价格和布伦特原油价格走势（2018 年-2024H1）



资料来源：wind，隆众资讯，化工在线，中塑在线，中银证券

4.2 精细化工产量增长，盈利能力稳定向好

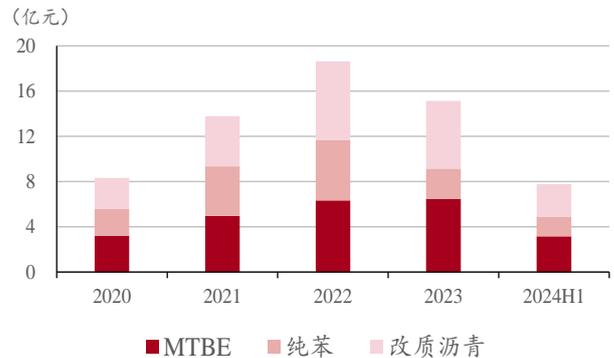
精细化工板块产量取决于烯烃板块及焦炭板块的产量。公司将焦炉气在净化过程中提取的焦煤油进行深加工，生产改质沥青，产生的粗苯经过加氢精制，生产纯苯；将甲醇制烯烃过程中产生的碳四进行深加工生产 MTBE；2023 年公司 20 万吨/年苯乙烯项目建成投产，精细化工产能增长 24%。未来随着公司烯烃业务的持续扩张，精细化工板块产品产量或继续提升。

图表 58. 公司精细化工部分产品产量（2020 年-2024H1）



资料来源：公司公告，中银证券

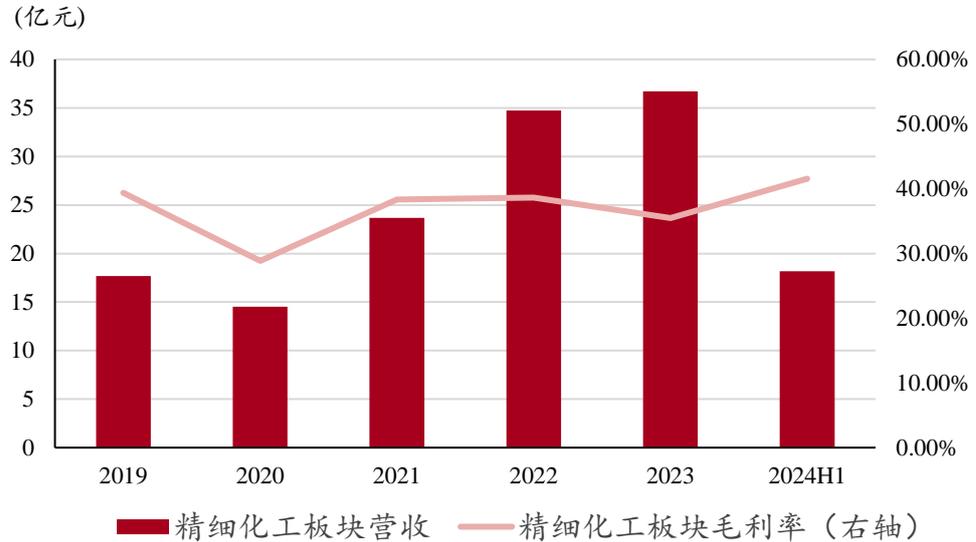
图表 59. 公司精细化工部分产品销售收入（2020 年-2024H1）



资料来源：公司公告，中银证券

精细化工业务规模扩张，营收及利润实现双增。2019-2023 年，公司精细化工板块产能增长 44%，营收增长 107.49%，营收年复合增速达 20.02%。2024 年上半年实现营业收入 18.16 亿元，同比增长 109.91%。毛利方面，2019-2023 年分部平均毛利率 36.15%，其中 2020 年国际原油价格大幅下滑，公司原油下游产品纯苯、MTBE 价格随市波动下行，分部毛利率降至 28.86%。2024 年上半年在油价波动上行的市场环境下，精细化工分部毛利率达到 41.58%，呈现较好的盈利能力，未来随着内蒙古烯烃项目的投产，精细化工的盈利能力或稳步提升。

图表 60. 公司精细化工板块营收及毛利率（2019 年-2024H1）



资料来源：公司年报，中银证券

盈利预测及估值

假设 1. 烯烃板块：煤油价差维持高位，内蒙古基地新产能如期释放，预测 2024-2026 年烯烃板块总销量分别为 247/505/565 万吨，营收分别为 216.64/418.33/464.12 亿元，毛利率分别为 35.05%/35.27%/36.22%。

假设 2. 焦化板块：行业景气度底部回暖，公司焦炭产能满负荷运行。预测 2024-2026 年焦炭产量分别为 700/700/700 万吨，营收分别为 101.50/98.00/98.00 亿元，毛利率分别为 20.69%/28.57%/28.57%。

假设 3. 精细化工板块：随着烯烃装置产能释放，苯乙烯等精细化工产品满负荷运行，盈利能力保持稳定。预测 2024-2026 年精细化工产品销量分别为 45/45/45 万吨，营收分别为 41.61/40.07/40.07 亿元，毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。

图表 61. 分板块盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
烯烃板块					
营业收入(亿元)	116.86	140.38	216.64	418.33	464.12
营业成本(亿元)	84.07	97.92	140.72	270.80	296.00
毛利润(亿元)	32.78	42.47	75.93	147.53	168.12
毛利率	28.05%	30.25%	35.05%	35.27%	36.22%
焦化板块					
营业收入(亿元)	130.99	111.83	101.50	98.00	98.00
营业成本(亿元)	84.24	79.38	80.50	70.00	70.00
毛利润(亿元)	46.75	32.45	21.00	28.00	28.00
毛利率	35.69%	29.02%	20.69%	28.57%	28.57%
精细化工板块					
营业收入(亿元)	34.73	36.70	41.61	40.07	40.07
营业成本(亿元)	21.31	23.67	31.21	30.05	30.05
毛利润(亿元)	13.41	13.03	10.40	10.02	10.02
毛利率	38.63%	35.51%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司年报，中银证券

在上述假设之下，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 63.26/125.69/141.97 亿元，对应当前市值，PE 分别为 19.5/9.8/8.7 倍，市净率分别为 2.9/2.4/2.1 倍。公司原料为煤炭，选取华鲁恒升、华谊集团、广汇能源等煤化工标的作为可比公司，公司主产品为聚烯烃产品，选取卫星化学、荣盛石化等石化标的作为可比公司。公司作为新型煤化工企业，相比于传统煤化工企业，烯烃产品占比较高，产品结构具有优势，相比传统石化企业，公司以煤炭为原料，可实现原材料的安全稳定供应。虽然公司当下相对估值高于传统煤化工企业及石化企业的平均水平，但看好公司独特的产业链优势，以及产能扩张的成长路径，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 62. 可比估值分析

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元/股)			市盈率(x)			市净率(x)		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600426.SH	华鲁恒升	买入	21.61	458.84	1.69	2.16	2.71	12.8	10.0	8.0	1.6	1.4	1.3
600623.SH	华谊集团	未有评级	7.00	141.62	0.42	0.51	0.77	16.7	13.7	9.1	0.7	0.6	0.6
600256.SH	广汇能源	未有评级	6.73	441.88	0.80	0.62	0.86	8.5	10.9	7.8	1.5	1.5	1.4
煤化工行业平均					0.97	1.10	1.45	12.6	11.5	8.3	1.3	1.2	1.1
002648.SZ	卫星化学	买入	18.79	632.97	1.42	1.72	2.02	13.2	10.9	9.3	2.5	2.1	1.8
002493.SZ	荣盛石化	买入	9.05	916.36	0.12	0.42	0.68	75.4	21.5	13.3	2.1	2.0	1.8
石化行业平均					0.77	1.07	1.35	44.3	16.2	11.3	2.3	2.0	1.8
600989.SH	宝丰能源	买入	16.84	1,234.94	0.77	0.86	1.71	21.9	19.5	9.8	3.2	2.9	2.4

资料来源: wind, 中银证券

注: 未有评级标的盈利预测选自wind 一致预期

数据截至 2024.12.31 收盘价

主要风险因素

新项目投产进度不及预期

公司内蒙古项目产能规模较大，若投产进度放缓或收租，或导致盈利预测不及预期。

原油及煤炭价格大幅波动

烯烃产品价格与原油和天然气价格存在一定关联性，若全球石油、天然气价格波动幅度增大，或对公司产品价格造成不利影响，若煤炭价格大幅波动，或对公司生产成本及库存价值造成不利影响。

企业安全生产风险

公司的化工产品生产及煤矿开采具有一定的危险性，在现代煤化工产品生产方面仍存在高温 高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，在煤炭开采中也存在瓦斯、煤尘、水害、火灾等不安全因素。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,430	29,136	36,275	55,940	60,519
营业收入	28,430	29,136	36,275	55,940	60,519
营业成本	19,084	20,279	25,542	37,385	39,905
营业税金及附加	412	467	562	867	938
销售费用	72	86	98	151	163
管理费用	676	769	907	1,119	1,210
研发费用	151	431	762	839	908
财务费用	234	327	864	863	806
其他收益	20	55	40	40	40
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(8)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	(102)	(78)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	39	39	39	39
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,720	6,786	7,594	14,770	16,642
营业外收入	6	7	7	7	7
营业外支出	419	327	330	330	330
利润总额	7,307	6,467	7,271	14,447	16,319
所得税	1,005	816	945	1,878	2,121
净利润	6,303	5,651	6,326	12,569	14,197
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	6,303	5,651	6,326	12,569	14,197
EBITDA	9,489	8,920	10,708	18,909	21,531
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.86	0.77	0.86	1.71	1.94

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,497	3,435	2,973	9,198	9,872
货币资金	2,158	1,283	763	6,633	7,411
应收账款	71	26	54	39	45
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,348	1,292	1,262	1,438	1,444
预付账款	299	188	238	385	280
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	621	646	655	703	691
非流动资产	53,082	68,195	83,417	88,882	93,539
长期投资	0	1,628	1,628	1,628	1,628
固定资产	26,412	41,369	50,098	62,304	70,371
无形资产	4,664	5,154	5,013	4,871	4,730
其他长期资产	22,006	20,045	26,679	20,079	16,810
资产合计	57,578	71,630	86,390	98,079	103,411
流动负债	11,518	14,313	22,158	26,254	24,546
短期借款	0	470	790	400	400
应付账款	657	1,100	1,455	2,076	1,693
其他流动负债	10,861	12,743	19,913	23,778	22,454
非流动负债	12,186	18,780	21,668	21,260	19,261
长期借款	10,912	17,524	20,405	20,000	18,000
其他长期负债	1,274	1,257	1,263	1,260	1,261
负债合计	23,704	33,094	43,826	47,514	43,808
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	33,875	38,537	42,564	50,565	59,603
负债和股东权益合计	57,578	71,630	86,390	98,079	103,411

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,303	5,651	6,326	12,569	14,197
折旧摊销	1,454	1,823	2,319	3,346	4,152
营运资金变动	2,329	3,286	5,567	4,531	(1,804)
其他	(3,460)	(2,067)	1,261	755	817
经营活动现金流	6,626	8,693	15,473	21,200	17,363
资本支出	(9,977)	(12,842)	(17,810)	(8,810)	(8,810)
投资变动	0	(1,628)	0	0	0
其他	(1,200)	368	29	29	29
投资活动现金流	(11,177)	(14,101)	(17,781)	(8,781)	(8,781)
银行借款	6,551	7,082	3,201	(795)	(2,000)
股权融资	(2,819)	(1,509)	(2,299)	(4,567)	(5,159)
其他	738	(805)	885	(1,188)	(644)
筹资活动现金流	4,469	4,769	1,788	(6,550)	(7,803)
净现金流	(82)	(639)	(520)	5,869	779

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	22.0	2.5	24.5	54.2	8.2
营业利润增长率(%)	(8.3)	(12.1)	11.9	94.5	12.7
归属于母公司净利润增长率(%)	(10.9)	(10.3)	12.0	98.7	13.0
息税前利润增长率(%)	(7.5)	(11.7)	18.2	85.5	11.7
息税折旧前利润增长率(%)	(5.2)	(6.0)	20.0	76.6	13.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(10.9)	(10.3)	12.0	98.7	13.0
获利能力					
息税前利润率(%)	28.3	24.4	23.1	27.8	28.7
营业利润率(%)	27.2	23.3	20.9	26.4	27.5
毛利率(%)	32.9	30.4	29.6	33.2	34.1
归母净利润率(%)	22.2	19.4	17.4	22.5	23.5
ROE(%)	18.6	14.7	14.9	24.9	23.8
ROIC(%)	14.3	10.4	10.6	17.9	18.3
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.4	0.5	0.6	0.4	0.3
流动比率	0.4	0.2	0.1	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	520.7	599.2	900.0	1,200.0	1,440.0
应付账款周转率	50.3	33.2	28.4	31.7	32.1
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	2.4	2.6	2.5	2.0	2.0
研发费用率(%)	0.5	1.5	2.1	1.5	1.5
财务费用率(%)	0.8	1.1	2.4	1.5	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.8	0.9	1.7	1.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.2	2.1	2.9	2.4
每股净资产(最新摊薄)	4.6	5.3	5.8	6.9	8.1
每股股息	0.1	0.3	0.3	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.6	21.9	19.5	9.8	8.7
P/B(最新摊薄)	3.6	3.2	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.6	14.4	13.9	7.5	6.5
价格/现金流(倍)	18.6	14.2	8.0	5.8	7.1

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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