

宝丰能源 (600989.SH)

2024Q4 业绩环比大幅增长，内蒙项目逐步投产

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 329.83 亿元，同比增长 13.21%，实现归母净利润 63.38 亿元，同比增长 12.16%，扣非归母净利润 67.80 亿元，同比增长 13.97%；其中四季度单季实现收入 87.08 亿元，同比下降 0.30%，归母净利润 18.01 亿元，同比增长 2.33%，环比增长 46.16%，扣非归母净利润 18.74 亿元，同比增长 3.90%，环比增长 34.79%。

□ **烯烃板块：检修因素消退聚烯烃产销量环比大幅增长。**报告期内宁东三期烯烃项目持续贡献增量，公司实现聚乙烯、聚丙烯收入分别为 80.47、78.01 亿元，yoy +36%、+53%，销量分别为 113.52、116.49 万吨，yoy +36%、+55%，均价（不含税）分别为 7088.56、6696.58 元/吨，yoy +0.07%、-0.92%，其中 Q4 单季聚乙烯、聚丙烯实现收入 22.01、22.70 亿元，yoy +6%、+25%，qoq +25%、+32%，销量 30.97、34.06 万吨，yoy +5%、27%，qoq +24%、35%，烯烃装置检修完毕，产销量环比有所增长。2024 年公司动力煤采购均价（不含税）为 414.22 元/吨，同比下降 10.88%，公司有望受益于成本下降；2024 年综合毛利率 33.15%，净利率 19.22%，其中 Q4 单季毛利率 31.44%，净利率 20.68%。

□ **焦化板块：焦炭价格持续走弱，终端需求欠佳。**报告期内，焦炭终端需求依旧疲软，部分钢厂原料库存处于高位，叠加原料焦煤走弱成本支撑较弱，焦炭价格持续走弱，据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 11 日，焦炭市场价为 1274 元/吨，其中 24Q4 市场均价为 1654 元/吨。2024 年公司实现焦炭收入 98.34 亿元，yoy -10%，销量 708.63 万吨，yoy +2%，焦炭均价（不含税）为 1387.83 元/吨，yoy -11.87%；原料煤、炼焦焦煤采购均价（不含税）为 562.63、1072.82 元/吨，yoy -9%、-13%。

□ **内蒙项目逐步投产，业绩有望再上一个台阶。**公司内蒙古 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目建设稳步推进，第一系列 100 万吨/年烯烃生产线于 2024 年 11 月投产、第二系列 100 万吨/年烯烃生产线于今年 1 月投产，第三系列 100 万吨/年烯烃生产线将于今年 3 月底投产，项目投产后，公司烯烃产能将达到 520 万吨/年。宁东四期烯烃项目场地平整、地基强夯等工程按计划完成；新疆烯烃项目取得项目环评、安评等支持性文件专家评审意见。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**基于成本端改善，公司烯烃产品价差有望修复，小幅上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 107.5、126.0、138.8 亿元，EPS 分别为 1.47 元、1.72 元、1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 11.6、9.9、9.0 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：下游需求不及预期、原材料供应及价格波动、新增产能不及预期、产品价格下跌。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	29136	32983	55334	62189	66938
同比增长	2%	13%	68%	12%	8%
营业利润(百万元)	6786	7828	12748	14879	16346
同比增长	-12%	15%	63%	17%	10%

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

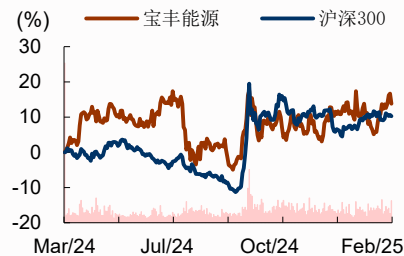
当前股价：17.0 元

基础数据

总股本（百万股）	7333
已上市流通股（百万股）	7333
总市值（十亿元）	124.7
流通市值（十亿元）	124.7
每股净资产（MRQ）	5.9
ROE（TTM）	14.7
资产负债率	52.0%
主要股东	宁夏宝丰集团有限公司
主要股东持股比例	35.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	20	14
相对表现	1	-4	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《宝丰能源（600989）—2024Q3 业绩同比下滑，静待内蒙项目放量》2024-10-31
- 《宝丰能源（600989）—24H1 业绩同比高增，内蒙项目投产在即》2024-08-13
- 《宝丰能源（600989）—24H1 业绩同比大幅增长，内蒙项目打开成长空间》2024-07-26

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

lianying@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	5651	6338	10747	12600	13876
同比增长	-10%	12%	70%	17%	10%
每股收益(元)	0.77	0.86	1.47	1.72	1.89
PE	22.1	19.7	11.6	9.9	9.0
PB	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、宝丰能源：煤制烯烃龙头，看好内蒙古项目产能释放	4
1、煤制烯烃龙头，发展循环经济产业链	4
2、产能投放推动营收规模扩张，持续推进降本增效	5
二、聚烯烃有望受益于成本下降，焦炭价格持续走弱	7
1、聚烯烃：国内新产能落地慢于预期，需求增速有所回落	7
2、焦炭：供需双弱，价格持续走低	11
三、技术优势+低投资、运行成本，盈利能力领跑市场	11
四、风险提示	13

图表目录

图 1：宝丰能源高端煤基新材料循环经济产业链	4
图 2：公司历年营收情况	6
图 3：公司历年归母净利润情况	6
图 4：公司收入拆分（按产品）	6
图 5：公司主要产品毛利率情况（%）	6
图 6：公司销售毛利率、净利率情况	7
图 7：公司 ROE 情况（%）	7
图 8：2024 年聚乙烯产能结构（按原料分）	8
图 9：2024 年聚丙烯产能结构（按原料分）	8
图 10：国内 PE 价格走势图（单位：元/吨）	10
图 11：国内 PP 价格走势图（单位：元/吨）	10
图 12：宝丰能源历史 PE Band	13
图 13：宝丰能源历史 PB Band	13

表 1: 公司主要产品及用途..... 4

表 2: 公司产能及开工情况（单位：万元）..... 5

表 3: 中国聚乙烯、聚丙烯产能情况 7

表 4: 2024 年中国聚烯烃供需平衡表..... 8

表 5: 2024 年中国聚乙烯供需平衡表..... 8

表 6: 2024 年中国聚丙烯供需平衡表..... 9

表 7: 2024 年中国焦炭供需平衡表 11

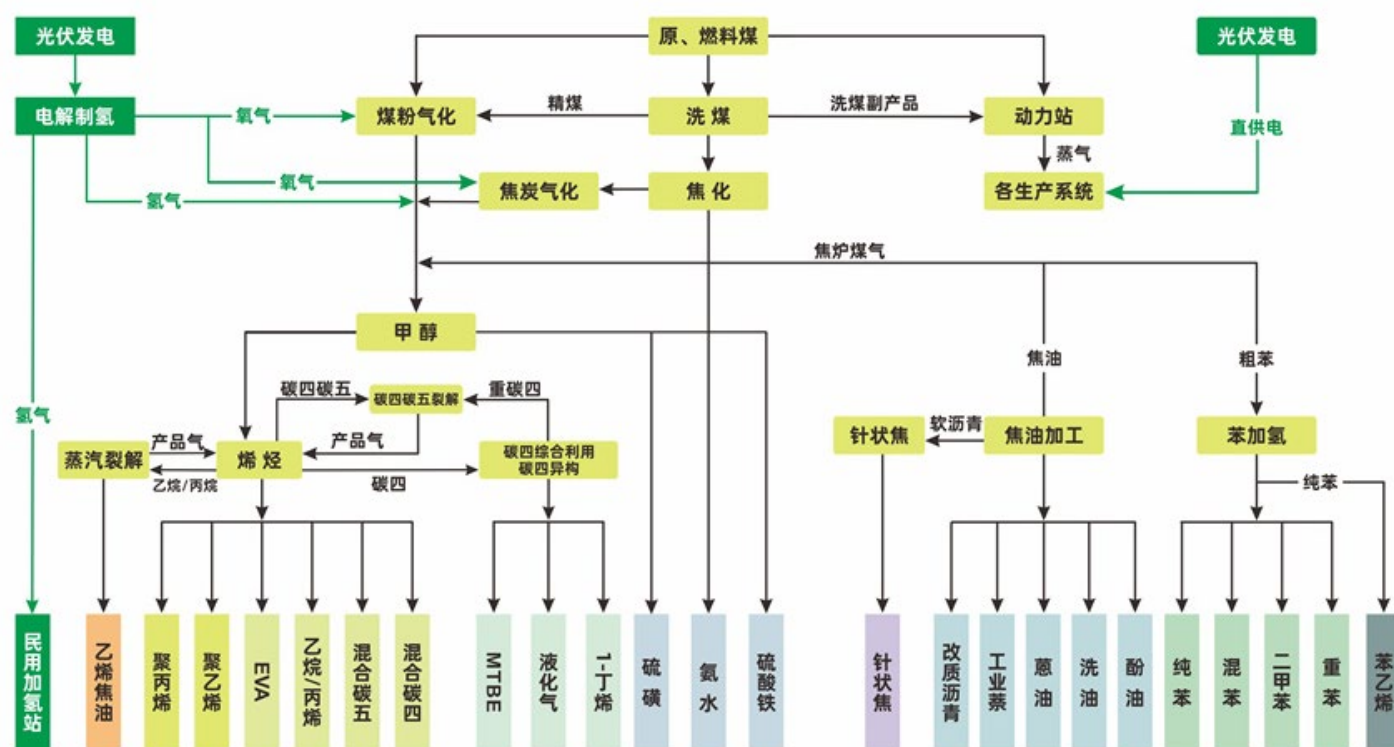
表 8: 2024 年中国焦煤供需平衡表 11

一、宝丰能源：煤制烯烃龙头，看好内蒙古项目产能释放

1、煤制烯烃龙头，发展循环经济产业链

公司秉持“资源节约、环境友好”的绿色可持续发展理念，打造了一个集“煤炭采选、焦化、甲醇、烯烃、精细化工、新能源”于一体的高端煤基新材料循环经济产业集群，以煤替代石油生产高端化工产品，适应了国家“富煤、贫油、少气”的资源禀赋，推动了煤炭资源高效转化与清洁高效利用，树立了行业绿色低碳发展标杆，为保障国家能源安全作出了积极贡献。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、EVA；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、焦化副产品生产甲基叔丁基醚、焦化苯、工业萘、改质沥青、蒽油等精细化工产品。其中，煤制烯烃为公司的核心业务。

图 1：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、招商证券

表 1：公司主要产品及用途

产品大类	主要品种	产品简介
烯烃产品	聚乙烯	具有优良的力学性能和加工性能，耐化学腐蚀、耐低温，可以通过吹塑、挤出或者模塑加工成农用膜、包装膜、电线电缆、管材、中空容器和涂层等。力学性能均衡、抗冲击、耐化学腐蚀、耐应力开裂、耐磨、易加工，可在110℃长期使用，可用于食品包装、服装包装、重型皮带、绳索、家具、吹塑容器、汽车、光纤电缆等。
	聚丙烯	

产品大类	主要品种	产品简介
焦化产品	焦炭	干馏煤的固体产物，主要用于高炉冶炼，也可用于铸造、制造电石和半水煤气等。
	纯苯	煤焦化副产品粗苯提纯产物，是重要的基本化工原料，可用作溶剂、合成苯的衍生物、染料、香料、医药、炸药、橡胶、塑料等。
	改质沥青	焦油深加工产品，主要用于生产铝电解槽的预焙阳极块、制造高功率电极棒等。
	MTBE	可作为高辛烷值汽油添加剂，常用于无铅汽油和低铅汽油的调合；也可以重新裂解为异丁烯，作为橡胶及其他化工产品的原料；还可用于甲基丙烯酸醛和甲基丙烯酸的生产。

资料来源：公司公告、招商证券

公司项目建设稳步推进，内蒙古 300 万吨/年烯烃项目陆续投产。(1) 充分发挥产业集群效应，加快主业配套项目和延链补链项目建设，公司产业链更加完善，对主业的支撑作用和增值效用进一步增强。2024 年公司 10 万吨/年醋酸乙烯项目按期建成，为 EVA 项目提供稳定低成本原料保障；10 万吨/年针状焦项目按期建成，将公司自产沥青加工为高端针状焦产品，延伸了煤焦油加工产业链，提高了产品附加值；动力岛项目实现集中供汽，节约了投资，提高了供汽保障能力，降低了生产成本。(2) 全力保障主业重点项目建设按计划建成投产，产品高端化、差异化水平进一步提升。宁东 25 万吨/年 EVA 项目于 2024 年 2 月投产，顺利产出光伏级 EVA 产品，标志着公司向产品高端化迈出重要一步；公司内蒙古 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目建设稳步推进，第一系列 100 万吨/年烯烃生产线于 2024 年 11 月投产、第二系列 100 万吨/年烯烃生产线于 2025 年 1 月投产，第三系列 100 万吨/年烯烃生产线将于 2025 年 3 月底投产。该项目是目前为止全球单厂规模最大的烯烃项目，也是首个规模化应用绿氢与现代煤化工协同生产工艺制烯烃的项目。项目投产后，公司烯烃产能将达到 520 万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。依托项目的区位优势、技术优势及投资优势，公司烯烃生产成本进一步优化，核心竞争力进一步增强。(3) 宁东四期烯烃项目场地平整、地基强夯等工程按计划完成；新疆烯烃项目取得项目环评、安评等支持性文件专家评审意见。

表 2：公司产能及开工情况（单位：万元）

主要项目	设计产能	产能利用率	在建产能	在建产能已投资额	预计投产时间
焦化项目	700 万吨/年焦炭	100.57%	已投产	/	/
宁东烯烃项目	210 万吨/年聚乙烯、聚丙烯，25 万吨/年 EVA	105.01%	已投产	/	/
内蒙烯烃项目	300 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	/	300 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	2778035.53	2025 年

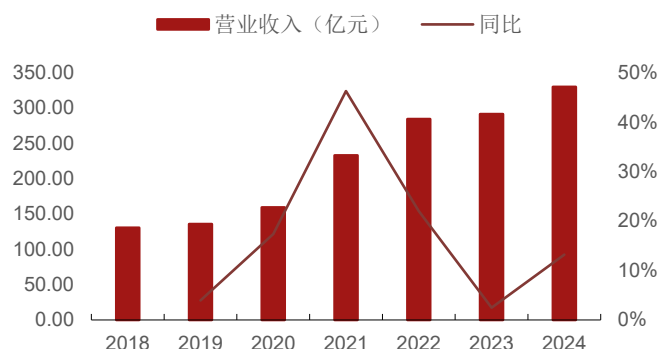
资料来源：公司公告、招商证券

2、产能投放推动营收规模扩张，持续推进降本增效

近年来随着公司产能规模增大，聚烯烃产销量持续增长，公司收入规模持续增长。公司 2024 年实现营业收入 329.83 亿元，同比增长 13.21%，实现归母净利润 63.38 亿元，同比增长 12.16%，扣非归母净利润 67.80 亿元，同比增长 13.97%；其中四季度单季实现收入 87.08 亿元，同比下降 0.30%，归母净利润 18.01 亿元，同比增长 2.33%，环比增长 46.16%，扣非归母净利润 18.74 亿元，同比增长 3.90%，

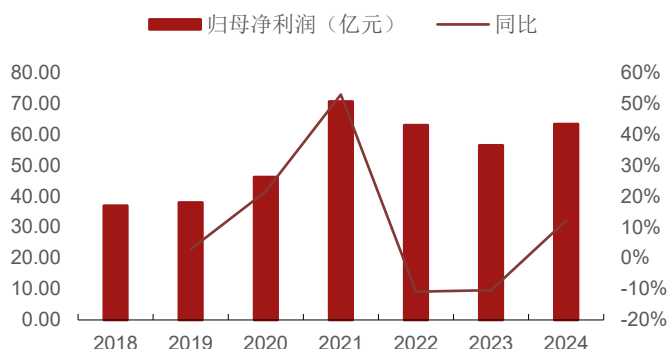
环比增长 34.79%。

图 2：公司历年营收情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司历年归母净利润情况

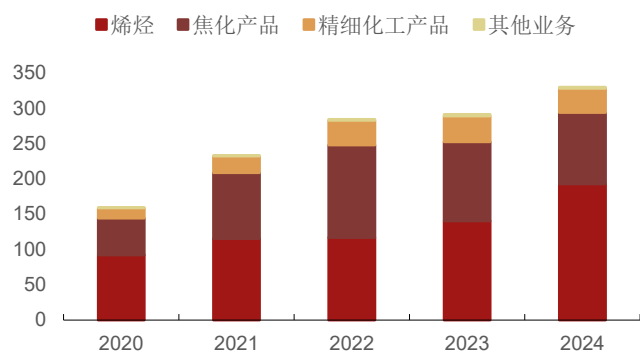


资料来源：公司公告、招商证券

烯烃产品和焦化产品是公司营收主要来源。公司收入主要来自于烯烃板块和焦化板块，其中烯烃板块占比最大，2024 年公司烯烃板块实现收入 192.66 亿元，占比 58.41%；其次为焦化板块，实现收入 101.1 亿元，占比为 30.65%；精细化工品占比较小。

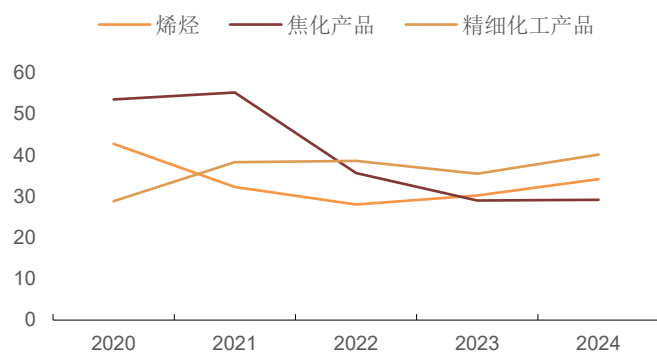
聚烯烃毛利率有所回升，焦化板块盈利能力持续下滑。受益于原料煤价格下行，烯烃板块盈利能力有所修复，2024 年实现毛利率 34.19%，同比提升 3.94 pct；因下游需求疲软，焦炭价格持续下行，焦化板块近几年毛利率持续回落，2024 年毛利率为 29.18%；精细化工品板块保持较好盈利能力，2024 年毛利率为 40.16%。

图 4：公司收入拆分（按产品）



资料来源：公司公告、招商证券

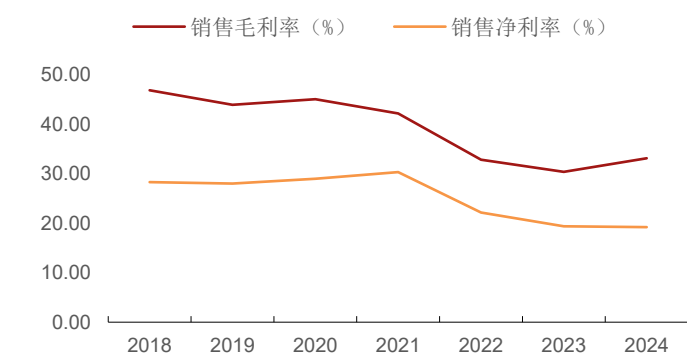
图 5：公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

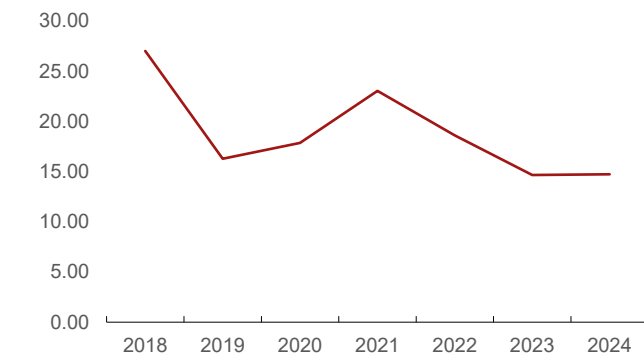
2024 年随着公司产能规模扩大，成本优势提升，同时原料煤价格下跌，公司销售毛利率有所恢复，达到 33.15%，同比提升 2.75 pct，销售净利率 19.22%，ROE 为 14.74%。

图 6：公司销售毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司 ROE 情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

二、聚烯烃有望受益于成本下降，焦炭价格持续走弱

1、聚烯烃：国内新产能落地慢于预期，需求增速有所回落

2024 年全球聚烯烃行业产能规模继续增长，增量主要集中在中国。根据中国化工专业网站金联创统计，2024 年全球聚乙烯新增产能 515.5 万吨，其中中国新增 340 万吨，占比 66%；聚丙烯全球新增产能 528 万吨，其中中国新增 375 万吨，占比 71%。

国内聚烯烃延续扩张趋势，但供给增长进度较预期有所延后。根据金联创统计，截至 2024 年末，国内聚烯烃年产能 7800 万吨，同比上年末增加 715 万吨，增长 10.1%。其中聚乙烯产能 3431 万吨，同比上年末增加 340 万吨，增长 11.0%，新增产能主要集中在四季度释放，产能规模较大的新项目包括裕龙石化 130 万吨、中石化英力士 90 万吨等；聚丙烯产能 4369 万吨，同比上年末增加 375 万吨，增长 9.4%，产能规模较大的新项目包括金能科技二期 90 万吨、中景石化二期 60 万吨等。2024 年国内聚烯烃新增产能仍以油制为主，由于油制烯烃盈利表现欠佳，导致新建项目投产时间较计划均有所延后。

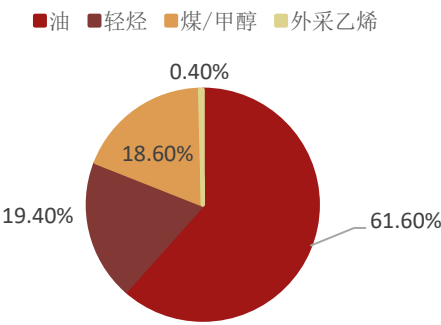
表 3：中国聚乙烯、聚丙烯产能情况

产能 (万吨)	2024 年末	2023 年末	增长量	增长率
聚乙烯	3431	3091	340	11%
聚丙烯	4369	3994	375	9.4%
合计	7800	7085	715	10.1%

资料来源：金联创、招商证券

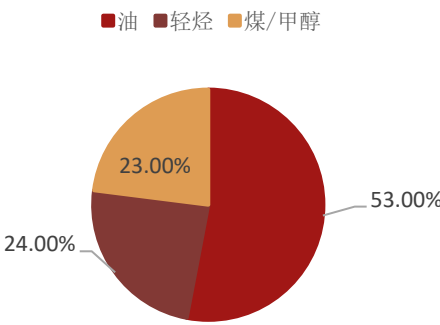
从产能结构看，油制烯烃仍为国内聚烯烃主要生产路线。聚乙烯中，油制产能占比 62%，轻烃制占比 19%，煤或甲醇制占比 19%；聚丙烯中，油制产能占比 53%，丙烷制占比 24%，煤或甲醇制占比 23%。

图 8：2024 年聚乙烯产能结构（按原料分）



资料来源：金联创、招商证券

图 9：2024 年聚丙烯产能结构（按原料分）



资料来源：金联创、招商证券

2024 年聚烯烃产能投放节奏较慢。2024 年国内聚烯烃产量合计 6253 万吨，同比增加 289 万吨，增长 4.8%。其中聚乙烯产量 2781 万吨，同比增加 51 万吨，增长 1.8%；聚丙烯产量 3472 万吨，同比增加 238 万吨，增长 7.4%。2024 年聚烯烃产量增速相比上年显著放缓，一方面由于 2024 年新增产能投放节奏较慢，特别是部分聚乙烯项目投产时间推迟至四季度，导致前三季度产能增量有限，另一方面受油制烯烃、丙烷制丙烯等路线利润低迷影响，2024 年行业检修损失量相比上年明显增加，行业开工率有所下降。

随着国内聚烯烃产能扩张，产品进口依存度略有下降。2024 年国内聚烯烃合计净进口量 1430 万吨，净进口依存度 18.6%，同比下降 1.9 个百分点，进口来源仍以中东和北美为主。其中聚乙烯净进口量 1303 万吨，净进口依存度 31.9%，同比增加 0.3 个百分点；聚丙烯净进口量 126 万吨，净进口依存度 3.5%，同比下降 4.5 个百分点。

聚烯烃需求增速有所下降。2024 年国内聚烯烃表观消费量 7683 万吨，同比增加 178 万吨，增长 2.4%。其中聚乙烯表观消费量 4084 万吨，同比增加 93 万吨，增长 2.3%；聚丙烯表观消费量 3599 万吨，同比增加 85 万吨，增长 2.4%。年内聚烯烃需求延续增长，但受宏观环境影响，需求增速相比上年有所下降。

表 4：2024 年中国聚烯烃供需平衡表

	2024 年	2023 年	增加	增长率
产量（万吨）	6253	5964	289	4.8%
进口量（万吨）	1752	1756	-4	-0.2%
出口量（万吨）	323	215	108	50.2%
净进口量（万吨）	1430	1541	-111	-7.2%
表观消费量（万吨）	7683	7505	178	2.4%
净进口依存度（%）	18.6	20.5	-1.9	-

资料来源：金联创、招商证券

表 5：2024 年中国聚乙烯供需平衡表

	2024 年	2023 年	增加	增长率
产量（万吨）	2781	2730	51	1.8%
进口量（万吨）	1385	1344	41	3.1%
出口量（万吨）	82	84	-2	-1.9%
净进口量（万吨）	1303	1260	43	3.4%

	2024 年	2023 年	增加	增长率
表观消费量 (万吨)	4084	3991	93	2.3%
净进口依存度 (%)	31.9	31.6	0.3	-

资料来源：金联创、招商证券

表 6: 2024 年中国聚丙烯供需平衡表

	2024 年	2023 年	增加	增长率
产量 (万吨)	3472	3234	238	7.4%
进口量 (万吨)	367	412	-45	-10.8%
出口量 (万吨)	241	131	110	83.4%
净进口量 (万吨)	126	280	-154	-54.9%
表观消费量 (万吨)	3599	3514	85	2.4%
净进口依存度 (%)	3.5	8.0	-4.5	-

资料来源：金联创、招商证券

聚乙烯规划产能主要集中在 2025-2026 年投产，部分为前期延后投产，此后投产节奏有望放缓。根据金联创统计数据，2025 年国内聚乙烯有 10 套装置计划投产，涉及产能 828 万吨/年。此外，国外聚乙烯计划投产 535.5 万吨/年，包括阿联酋 140 万吨/年，伊朗 117 万吨/年，俄罗斯 105 万吨/年，哈萨克斯坦 65 万吨/年等，增量主要来自前期项目延迟投产。2025-2030 年，国内计划投产的聚乙烯产能共有 2835 万吨/年，计划投产时间主要集中在 2025-2026 年，此后投产节奏将逐步放缓。

2025 年国内聚丙烯有 710 万吨/年装置计划投产。此外，国外聚丙烯装置计划投产 507 万吨/年，包括印度 155 万吨/年，伊朗 80 万吨/年，沙特阿拉伯 80 万吨/年，乌兹别克斯坦 72 万吨/年等，其中部分也来自上一年计划投产项目推迟。2025-2030 年，国内计划投产的聚丙烯产能共有 2403 万吨/年，产能投放高峰预计出现在 2025-2027 年，之后增长逐步放缓。

但是，未来五年最终能够实际建成投产的产能，可能会远低于目前计划投产的产能。原因有三：一是近三年油制烯烃和丙烷制丙烯路线多数时间处于亏损状态，部分企业主动宣告取消、调减规模或调整终端产品方向；二是部分项目建设手续不完整，各省级政府能够调控的能耗总量指标、环境容量指标有限，可能导致部分项目难以按计划落实，被迫推迟甚至取消；三是从近年来新产能实际投放情况看，能够按照计划进度投产的项目较少，多数项目投产时间会延后。因此，未来五年实际能够建成投产的项目可能远低于目前各企业宣告的计划产能。

落后成本较高产能有望逐步退出市场。另外，随着新项目的建成投产，产品成本中枢将逐步下移，部分建设较早、规模较小、技术落后、成本较高的装置将会逐步退出市场，成为未来总产能的减项。比如，2024 年埃克森美孚法国装置宣布永久关停，涉及聚丙烯产能 25 万吨/年，沙比克荷兰的聚丙烯及上游装置也宣布永久关闭，涉及聚丙烯产能 35 万吨/年。标普全球预计，到 2027 年欧洲和亚洲的聚丙烯产能关停潮将继续，有近 1000 万吨/年的聚丙烯产能将关停。

近年来，国内聚烯烃行业在经过规模的扩张和时间的积累后，产业格局尝试破旧立新，行业开始寻求技术突破。一方面，随着国内聚烯烃行业装备国产化、装置大型化水平的提升，技术、工艺与管理经验的积累，产品能耗水平、物耗水平不断降低，从成本上逐步具备与国外产品的竞争能力。另一方面，国内聚烯烃产品向高端化、专用化、高附加值方向发展的速度加快，对高端进口产品的替代能力

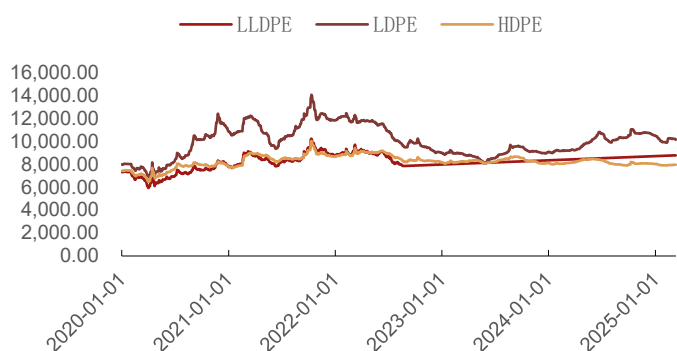
也在逐步增强。因此，虽然未来几年国内聚烯烃产能增长较快，但对进口产品的替代能力不断增强，产品出口的利润空间逐步显现，行业将在格局变化中寻求和实现新的平

2024 年，聚烯烃价格维持震荡走势。原油、丙烷等高成本路线原料价格仍对聚烯烃价格形成较强支撑。但聚烯烃价格与原油价格的相关性相比历史水平明显降低，特别是在油价下行阶段相关性较弱。一季度，国内聚烯烃市场整体呈震荡走势，价格窄幅走强，整体波动幅度有限。二季度国内装置检修集中，上半年原油价格震荡上行，成本存在支撑，且受国内拉动内需政策不断出台、宏观经济政策宽松影响，价格偏强上行。进入三季度，随国内检修装置陆续重启，下游需求进入淡季，价格转跌下行。四季度开启传统需求旺季，并伴随国内政策性利好支撑，价格反弹走高。

聚乙烯方面，由于不同品种供需存在差异，其价格表现差异较大。2024 年国内聚乙烯平均价格 8875 元/吨，同比上涨 370 元/吨，涨幅 4.4%，其中 LDPE 均价 10043 元/吨，同比涨幅 12.4%；LLDPE 均价 8453 元/吨，涨幅 2.7%；HDPE 均价 8155 元/吨，跌幅 1.7%。

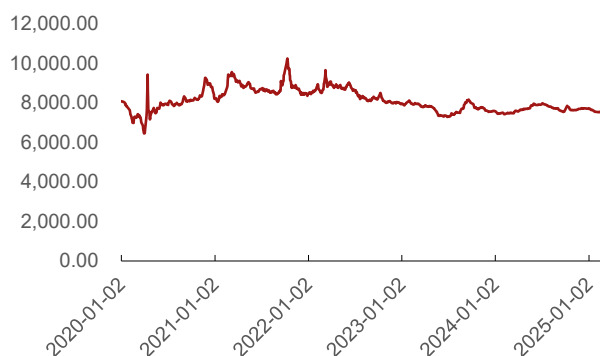
聚丙烯方面，产品价格维持震荡，全年均价与上年相比基本持平，且波动幅度相比上年进一步减小。2024 年国内聚丙烯平均价格 7629 元/吨，同比上涨 14 元/吨，涨幅 0.18%，其中 PP 拉丝料均价 7529 元/吨，同比下跌 2 元/吨；PP 低熔共聚料均价 7799 元/吨，同比上涨 8 元/吨。

图 10：国内 PE 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：金联创、招商证券

图 11：国内 PP 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：金联创、招商证券

煤炭供需处于宽松状态，库存维持高位，价格震荡下行，公司成本有望持续降低。

2024 年全国煤炭供应总量延续增长，进口煤数量同比增加明显。根据国家统计局数据，年内全国煤炭供应总量 53.0 亿吨，同比增长 3.3%；其中，规模以上工业企业煤炭产量 47.6 亿吨，同比增长 1.3%；进口煤炭 5.4 亿吨，同比增长 14.4%。受新能源发电替代及地产行业低迷影响，年内全国煤炭需求增速有所放缓。根据万得资讯统计，2024 年国内火电发电量 6.3 万亿千瓦时，同比增长 1.8%，电力行业动力煤消费量 26.5 亿吨，同比增长 2.6%；建材行业动力煤消费量 2.8 亿吨，同比下降 5.1%。全年煤炭供需处于宽松状态，库存维持高位，价格震荡下行。根据中国煤炭资源网数据，2024 年内蒙古鄂尔多斯 5000 大卡动力煤坑口含税价日平均 551 元/吨，同比下降 85 元/吨，降幅 13.3%；陕西榆林 5800 大卡动力煤坑口含税价日平均 729 元/吨，同比下降 130 元/吨，降幅 15.1%。

2、焦炭：供需双弱，价格持续走低

需求疲软焦炭行业开工率下降。2024 年国内地产行业景气度下行，房地产开发投资完成额同比下降 10.6%，导致钢材需求下降，粗钢、生铁产量收缩。根据国家统计局数据，2024 年国内粗钢产量 10.1 亿吨，同比下降 1.7%；生铁产量 8.5 亿吨，同比下降 2.3%。焦炭下游约 85%应用于钢铁行业，钢铁需求下降使得焦炭需求承压。

受需求走弱导致的产品盈利下降影响，焦炭行业整体开工率回落，国内全年焦炭产量 4.9 亿吨，同比下降 0.8%。

表 7：2024 年中国焦炭供需平衡表

	2024 年	2023 年	增加	增长率
产量（万吨）	48927	49260	-333	-0.8%
净进口量（万吨）	819	855	-35	-4.2%
表观消费量（万吨）	48108	48405	-297	-0.6%

资料来源：国家统计局、招商证券

2024 年全国炼焦煤供应量保持稳定，其中国内产量同比有所回落，进口量同比显著增加。根据万得资讯统计，2024 年国内焦精煤产量 4.7 亿吨，同比下降 4.2%；炼焦煤进口量 1.2 亿吨，同比增长 19.6%；总供应量 5.9 亿吨，同比下降 0.1%。

表 8：2024 年中国焦煤供需平衡表

	2024 年	2023 年	增加	增长率
产量（万吨）	46946	48990	-2044	-4.2%
净进口量（万吨）	12117	10156	1961	19.3%
表观消费量（万吨）	59063	59146	-83	-0.1%

资料来源：wind、招商证券

受焦炭需求走弱、焦煤供应宽松双重影响，2024 年焦炭、焦煤价格震荡下行。根据中国煤炭资源网数据，2024 年山西吕梁准一级焦含税价日平均 1741 元/吨，同比下降 372 元/吨，降幅 17.6%；山西临汾主焦煤含税价日平均 1907 元/吨，同比下降 263 元/吨，降幅 12.1%。焦炭与焦煤价差同比上年明显收窄，行业利润跌幅较大，部分焦化企业处于亏损状态。

三、技术优势+低投资、运行成本，盈利能力领跑市场

公司研发创新成效显著。公司积极践行创新驱动发展战略，一体推进科技创新和管理创新，不断健全技术管理体系、绿色制造管理体系、知识产权管理体系，着力提升技术管理水平和研发创新能力。（1）适应市场需求，积极研究开发新牌号产品，2024 年全年成功开发聚丙烯 MT25、550J、EP300H 和 EVA 2825、2806 和 2426H 等 6 个聚烯烃新牌号产品；成功开发 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，满足市场多样化需求，提高产品附加值。（2）实施科技攻关和技术改造，提升技术工

艺水平和装置运行效率。实施科技攻关和新技术应用项目 112 项，安全、环保、节能等各类技术改造项目 24 项，解决了一批影响生产运行稳定和装置运行效率的技术难题；宁夏回族自治区科技厅批复公司设立“宁夏回族自治区煤炭高效清洁利用工程技术研究中心”，加速公司在煤炭清洁利用与高端化学品开发等领域的创新步伐；成功申报 1 项自治区重点研发指南和 3 项宁东基地重点支持科研项目，无人驾驶车应用项目入选宁夏企业典型创新案例，全资子公司焦化二厂有限公司成功通过高新技术企业认定。（3）强化知识产权管理，通过了知识产权管理体系认证年度审核；编制 1 项国家标准并通过评审，参与 5 项团体标准修订；获专利及软件著作权授权 216 项，登记科技成果 2 项，为历年之最。截至报告期末，公司已累计申请专利 546 件，其中授权 318 件，包括实用新型专利 310 件与发明专利 8 件；累计申请软件著作权 121 件，发布 11 项标准。（4）数智建设有序推进，AI 智能配煤、罐区装卸车安全检测等 9 个信息化系统上线运行，12 个智能化系统迭代升级，生产调度、物流运输效率明显提升。

供产销运协同有力，有效降低成本。（1）拓宽产品销售渠道，优化客户结构，巩固与重点客户战略合作关系。2024 年公司聚烯烃产品直销率达 11.8%，同比提升 1.5 个百分点，新增 AAA 客户 24 家；提前规划布局内蒙古项目产品销售工作，已完成 130 家内蒙古烯烃客户年度开户合同签订；EVA 产品开发新客户 72 家，与发泡行业、光伏胶膜企业、电缆行业、热熔胶行业等客户建立了良好合作关系。焦炭产品用户提货占比 90.3%，同比提升 6.4%。（2）拓宽煤炭采购区域，优化采购煤炭品种结构，降低原料煤平均综合成本。2024 年新增煤炭供应商 9 家、新煤种 31 个；全年采购疆煤占甲醇气化煤比例 37.23%，同比增加 3 个百分点，其中，中热值煤较内蒙古煤到厂价格平均低约 100 元。（3）强化物流运输调度，焦炭产品装车时间同比缩短 12%；加强铁路运输费用议价工作，积极争取运费优惠政策，合理调控公铁运量，节约运输成本上亿元。

公司具有明显的区位优势。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。

公司具有明显的管理优势。公司充分发挥产业集群和规模优势，持续优化扁平化管理模式，企业管理人员占比少、效率高；实行规模化集中采购和销售，采购、销售管理成本低；通过产销研一体化及精细化营销管理，深耕市场，为公司提质增效、满产满销提供有力保障；实行内部市场化管理，将全面预算管理与绩效考核有机结合，成本管控到位，目标达成率高；企业文化核心价值理念与公司内控管理机制深度融合，并逐步转化为员工行为习惯，公司高质量发展方向明、人心齐。

公司技术优势突出。公司通过与国内外一流的科研院所、专利商和设备制造商合作，着力推进原始创新、集成创新和消化吸收再创新，在推动低碳转型方面做了诸多开创性探索实践。积极开展科技攻关、节能降碳关键共性技术、前沿技术、颠覆性技术攻关及研究，并不断实施工艺优化与装备升级，探索提高自动化、智能化、数字化水平，实现了生产物料精准配送、工艺指标精准管控，单位产品能源消耗逐年下降。二期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，三期项目具备生产高端产品 25 万吨/年 EVA 的能力。

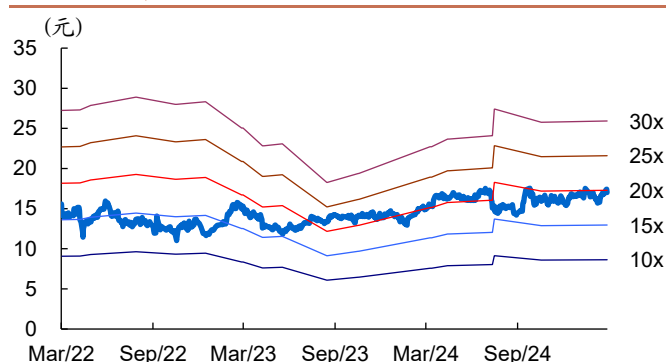
公司单吨投资成本和运营成本明显优于同行。(1) 投资成本优势。公司循环经济产业链一次性规划，集中布局，分期实施，形成了超大单体规模的产业集群，上下游生产单元衔接紧密，大幅降低了单体项目投资、公辅设施投资及财务成本。与国内同期同规模投产项目相比，投资成本节约 30% 以上。(2) 运营成本优势。公司产业链紧密衔接，使上一个单元的产品直接成为下一个单元的原料，有力保障了原料的稳定供应和生产的满负荷运行，大幅降低了能源消耗、物流成本、管理成本，运营成本比同行业同规模企业低约 30%。

公司具有团队优势。公司高管团队中，硕博学位高层次人才 10 人；中高级管理团队中，职业经理人 390 人；专业化基层管理团队 872 人，专业化技术团队 2444 人。40 岁以下员工 17175 人，占 84.14%；本科及以上学历 6128 人，占 30.02%；引进储备 985、211 专业院校优秀毕业生 337 人。

四、风险提示

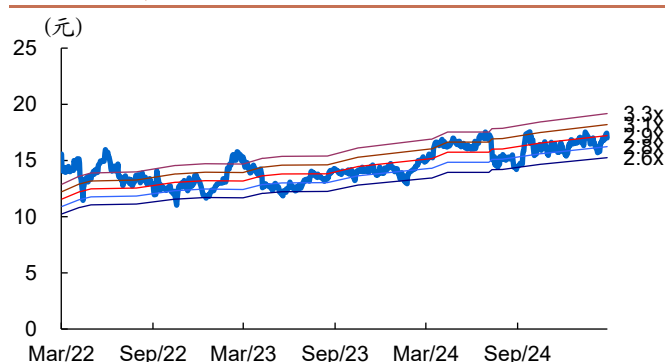
- 1、下游需求不及预期的风险。**如果国内烯烃行业供需结构失衡，下游市场需求波动，烯烃和焦炭产品价格下行，将会给公司业绩带来不利影响。
- 2、原材料供应及价格波动的风险。**公司通过自产和外购的方式保障原料供应，在加强对公司所属马莲台煤矿、四股泉煤矿、红四煤矿、丁家梁煤矿等自有煤矿的生产建设后，仍有部分原材料需要外购。如果供应商不能及时、足额、保质地提供合格的原料，或原材料价格大幅波动，可能会对公司产品的毛利率产生一定程度的影响，造成公司盈利能力的不确定性，进而导致公司整体业绩波动。
- 3、新增产能不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性。若投产不及预期，将影响公司业绩。
- 4、产品价格下跌的风险。**烯烃行业新增产能较多，可能导致产品价格下跌，进而拖累公司业绩。

图 12: 宝丰能源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 宝丰能源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3435	4786	8143	14393	23696
现金	1283	2477	4263	10043	19022
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	26	20	34	38	41
其它应收款	63	39	65	73	78
存货	1292	1575	2648	2967	3187
其他	770	675	1133	1272	1368
非流动资产	68195	84780	85915	87025	88110
长期股权投资	1628	1655	1655	1655	1655
固定资产	41369	43216	44973	46642	48230
无形资产商誉	6277	6151	5536	4982	4484
其他	18921	33758	33751	33746	33741
资产总计	71630	89566	94058	101418	111806
流动负债	14313	21250	18001	15985	16277
短期借款	470	760	2441	0	0
应付账款	1948	1489	2503	2805	3013
预收账款	736	882	1483	1662	1785
其他	11159	18119	11573	11518	11480
长期负债	18780	25310	25310	25310	25310
长期借款	17524	21513	21513	21513	21513
其他	1257	3797	3797	3797	3797
负债合计	33094	46560	43311	41295	41587
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积金	6986	7027	7027	7027	7027
留存收益	24217	28646	36386	45763	55859
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	38537	43006	50747	60123	70219
负债及权益合计	71630	89566	94058	101418	111806

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8693	8898	14862	16591	17774
净利润	5651	6338	10747	12600	13876
折旧摊销	1814	2180	2752	2776	2802
财务费用	341	772	1551	1307	1175
投资收益	(39)	(16)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	901	(362)	(142)	(45)	(32)
其它	25	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(14101)	(11529)	(3840)	(3840)	(3840)
资本支出	(12842)	(11529)	(3887)	(3887)	(3887)
其他投资	(1259)	0	47	47	47
筹资活动现金流	4769	4246	(9235)	(6972)	(4955)
借款变动	7176	4463	(4678)	(2441)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	18	41	0	0	0
股利分配	(2053)	(2053)	(3007)	(3224)	(3780)
其他	(371)	1796	(1551)	(1307)	(1175)
现金净增加额	(639)	1614	1786	5779	8980

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29136	32983	55334	62189	66938
营业成本	20279	22050	37068	41538	44607
营业税金及附加	467	645	1082	1216	1309
营业费用	86	117	197	221	238
管理费用	769	875	1468	1650	1776
研发费用	431	756	1269	1426	1535
财务费用	327	744	1551	1307	1175
资产减值损失	(86)	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	55	31	31	31	31
投资收益	39	16	16	16	16
营业利润	6786	7828	12748	14879	16346
营业外收入	7	10	10	10	10
营业外支出	327	552	400	400	400
利润总额	6467	7286	12358	14489	15956
所得税	816	949	1610	1888	2080
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	5651	6338	10747	12600	13876

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	13%	68%	12%	8%
营业利润	-12%	15%	63%	17%	10%
归母净利润	-10%	12%	70%	17%	10%
获利能力					
毛利率	30.4%	33.1%	33.0%	33.2%	33.4%
净利率	19.4%	19.2%	19.4%	20.3%	20.7%
ROE	15.6%	15.5%	22.9%	22.7%	21.3%
ROIC	11.5%	11.4%	17.0%	18.0%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	52.0%	46.0%	40.7%	37.2%
净负债比率	29.3%	32.0%	25.5%	21.2%	19.2%
流动比率	0.2	0.2	0.5	0.9	1.5
速动比率	0.1	0.2	0.3	0.7	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
存货周转率	15.4	15.4	17.6	14.8	14.5
应收账款周转率	599.0	1415.0	2041.0	1724.0	1689.0
应付账款周转率	11.2	12.8	18.6	15.6	15.3
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.86	1.47	1.72	1.89
每股经营净现金	1.19	1.21	2.03	2.26	2.42
每股净资产	5.25	5.86	6.92	8.20	9.58
每股股利	0.28	0.41	0.44	0.52	0.57
估值比率					
PE	22.1	19.7	11.6	9.9	9.0
PB	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	19.0	15.7	9.8	8.8	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。