

信义山证 汇通天下

证券研究报告

合成树脂

宝丰能源 (600989.SH)

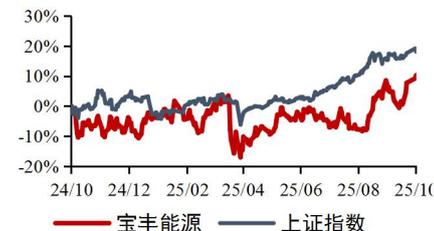
买入-B(维持)

煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间

2025年10月10日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025年10月10日

收盘价(元):	18.22
总股本(亿股):	73.33
流通股本(亿股):	73.33
流通市值(亿元):	1,336.14

基础数据：2025年6月30日

每股净资产(元):	6.10
每股资本公积(元):	0.98
每股未分配利润(元):	3.75

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

投资要点：

➤ **煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间。**公司有烯烃、焦化、精细化工产品三大业务板块。根据中国石油和化学工业联合会发布的《现代煤化工行业2024年运行分析》，截至2024年末国内煤制烯烃总产能1342万吨/年，公司产能占全国煤制烯烃产能约23.8%，公司单位产品成本、单位产品能耗行业领先。2023年3月，公司内蒙烯烃项目开工建设，2025年4月300万吨烯烃项目全部投产，聚烯烃产能提升一倍以上，打开成长空间。

➤ **煤制烯烃成本优势显著，公司优势大于同行。**从聚烯烃产能结构看，油制烯烃仍为国内聚烯烃主要生产路线。聚烯烃油制、煤制与PDH工艺的成本存在显著动态差异，主导因素为核心原料价格波动。目前，国内煤炭价格处于下降通道，成本长期低于油制，显示出较强的成本优势。公司聚烯烃产品毛利率高于同行，凸显其成本管控能力，主要得益于煤炭成本低、DMTO-III工艺和循环产业链经济模式。公司内蒙烯烃项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，单位投资压缩至1.6亿元/万吨聚烯烃，大幅低于行业平均水平（2.0~2.3亿元/万吨聚烯烃），为后续产品定价与盈利能力奠定核心竞争优势。

➤ **积极推进宁东四期五期和新疆项目，中长期成长空间可期。**公司积极推进宁东四期、五期烯烃项目及新疆烯烃项目的审批、建设工作。其中，宁东四期烯烃项目规划50万吨/年煤制烯烃产能。新疆烯烃项目建设内容包括3×65万吨/年聚丙烯、3×65万吨/年聚乙烯，25万吨/年EVA，及配套工程。公司现有聚烯烃产能约535万吨（含25万吨EVA），规划产能超456万吨，具备长期增长潜力。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为122/132/144亿元，对应PE分别为11/10/9倍。考虑公司是煤制烯烃龙头企业，成本优势显著，且内蒙项目投产将带来业绩增量，未来宁东基地和新疆基地规划项目有利于支撑公司长期成长性，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示：**原料供应及价格波动、市场竞争加剧、环保、宏观经济变化等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29,136	32,983	51,494	55,229	59,828
YoY(%)	2.5	13.2	56.1	7.3	8.3
净利润(百万元)	5,651	6,338	12,205	13,182	14,357
YoY(%)	-10.3	12.2	92.6	8.0	8.9
毛利率(%)	30.4	33.1	35.3	35.4	35.2



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

EPS(摊薄/元)	0.77	0.86	1.66	1.80	1.96
ROE(%)	14.7	14.7	24.9	22.6	20.9
P/E(倍)	23.6	21.1	10.9	10.1	9.3
P/B(倍)	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9
净利率(%)	19.4	19.2	23.7	23.9	24.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间.....	5
2. 聚烯烃进口依赖度呈下降趋势，当前煤制烯烃成本优势明显.....	9
2.1 聚乙烯进口依存度下降，聚丙烯产业转型加速.....	9
2.2 聚烯烃以油制为主，当前煤制烯烃具备较强的成本优势.....	12
3. 成本优势突出，盈利水平领先同行.....	14
3.1 宝丰在煤制烯烃领域成本优势显著，盈利水平领先同行.....	14
3.2 自有煤矿具备成本优势，打造循环经济产业链.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	5
图 2： 公司主要业务板块产业链示意图.....	6
图 3： 2016 年以来公司营业收入及增速.....	7
图 4： 2016 年以来公司归母净利润及增速.....	7
图 5： 2016 年以来公司销售毛利率和净利率.....	8
图 6： 2016 年以来公司分业务板块的毛利率走势.....	8
图 7： 公司分产品营收结构（亿元）.....	8
图 8： 公司分产品毛利润结构（亿元）.....	8
图 9： 公司股东结构及主要控股子公司.....	9

图 10: 2020 年以来聚乙烯行业产能逐步提升.....	10
图 11: 2024 年聚乙烯下游消费占比.....	10
图 12: 2020 年聚丙烯行业产能逐步提升.....	11
图 13: 2024 年聚丙烯下游消费占比.....	11
图 14: 2024 年聚乙烯工艺以油制主导.....	12
图 15: 2024 年聚丙烯工艺以油制主导.....	12
图 16: 三种聚烯烃工艺的成本存在显著动态差异 (元/吨)	13
图 17: 聚烯烃价格处于下行趋势 (元/吨)	17
图 18: 公司焦化产品生产流程图.....	18
图 19: 双焦价格底部反弹 (元/吨)	19
图 20: 双焦价差震荡运行 (元/吨)	19
图 21: 公司精细化工产品生产流程图.....	19
表 1: 公司主要产能情况.....	7
表 2: 2020-2027E 年中国聚乙烯供需平衡表.....	10
表 3: 2020-2027E 年中国聚丙烯粒料供需平衡表.....	11
表 4: 不同煤/油价格假设的下油制和煤制聚烯烃成本分析.....	13
表 5: 公司聚烯烃产能情况.....	15
表 6: 煤制烯烃单位投资额对比.....	16
表 7: 三家煤制烯烃工艺企业 2021-2024 年聚烯烃均价、利润水平对比.....	16
表 8: DMT0 技术对比.....	17
表 9: 宝丰能源分业务盈利预测 (单位: 百万元)	20
表 10: 可比公司估值.....	21

1. 煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间

公司前身宝丰有限成立于 2005 年 11 月，自设立以来，始终坚持以煤炭采选为基础，以现代煤化工为核心的主营业务发展方向。2013 年收购东毅环保，扩展甲醇产品。2014 年焦化废气综合利用制烯烃项目投产，扩展聚烯烃业务。2016 年碳四深加工项目投产扩展 MTBE 产品，逐步形成烯烃产品、焦化产品、精细化工产品三大业务板块。2019 年，公司在深交所上市，募集资金主要用于焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目。2022 年 11 月，公司取得《关于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环境影响报告书的批复》，项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，烯烃总产能为 300 万吨/年，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目，于 2023 年 3 月开工建设，2025 年 4 月内蒙 300 万吨烯烃项目全部投产。未来，公司将推进宁东四期、五期烯烃项目和新疆烯烃项目的审批、建设工作。

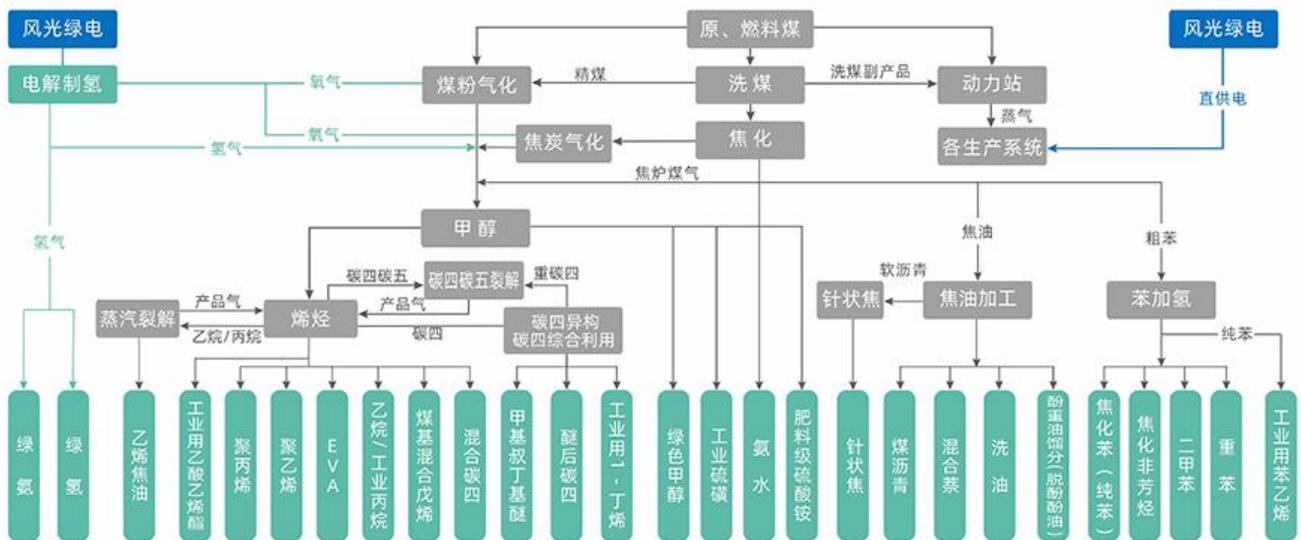
图 1：公司发展历程



资料来源：《招股说明书》，《2024 年年报》，《关于内蒙古烯烃项目第一系列生产线试生产的公告》，《2024 年年度股东大会会议资料》，山西证券研究所整理

公司主要有烯烃产品分部、焦化产品分部、精细化工产品分部三个分部。(1) 烯烃产品分部主要生产聚乙烯、聚丙烯及烯烃副产品；(2) 焦化产品分部主要生产焦炭及煤焦化副产品；(3) 精细化工产品分部主要生产粗苯加氢精制产品、煤焦油深加工产品、碳四深加工产品。公司遵循节约资源、保护环境的宗旨，秉持综合开发、循环利用的理念，以煤炭采选为基础，以现代煤化工为核心，按照煤、焦、气、化、油、电多联产的技术路线，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。公司循环经济产业链包括焦化产品产业链（原煤→精煤→焦炭）、烯烃产品产业链（焦炉气+煤制气→甲醇→烯烃→聚乙烯、聚丙烯）、精细化工产业链（煤焦油、粗苯、碳四→精细化工产品）。

图 2：公司主要业务板块产业链示意图



资料来源：公司官网，山西证券研究所整理

截至 2024 年年报披露日，公司焦炭产能 700 万吨/年，聚烯烃产能 510 万吨/年，EVA 产能 25 万吨/年。据公司《关于 2024 年年度报告信息披露监管问询函的回复公告》，公司内蒙 3×100 万吨/年烯烃项目分别于 2024 年 11 月，2025 年 1 月、3 月陆续投产，公司烯烃产能由 220 万吨/年增加至 520 万吨/年，增长 136%。

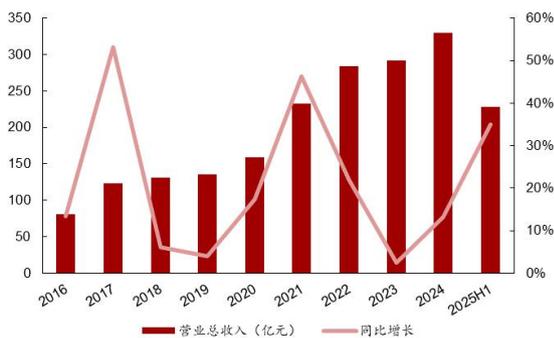
表 1：公司主要产能情况

主要厂区或项目	设计产能	2024 年产能利用率 (%)	在建产能投产时间
焦化项目	700 万吨/年焦炭	100.57	
宁东一期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	105.01	
宁东二期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯		
宁东三期烯烃项目	90 万吨/年聚乙烯、聚丙烯，25 万吨/年 EVA		
内蒙烯烃项目	300 万吨/年聚乙烯、聚丙烯		2025 年 3 月全部投产

资料来源：《2024 年年报》，《2023 年年报》，《关于 2024 年年度报告信息披露监管问询函的回复公告》，山西证券研究所

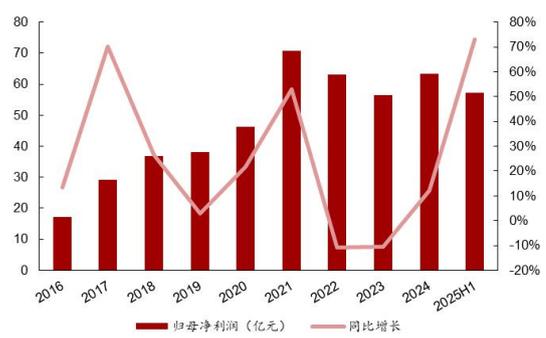
2016-2024 年公司营收持续增长，净利润在 2021 年创下历史新高。2016-2024 年，公司营收从 80.3 亿元增长至 329.8 亿元，CAGR 19.3%，同期归母净利润从 17.2 亿元增至 63.4 亿元，CAGR 17.7%。其中，2016-2018 年依托宁夏宁东基地的煤基新材料产业链初步形成，通过循环经济模式实现规模化生产。2019-2021 年公司上市后融资支持产能扩张，宁东三期烯烃项目启动，叠加焦化多联产项目投产。2022-2024 年：内蒙古 260 万吨/年煤制烯烃项目及全球最大 25 万吨/年 EVA 项目投产，2024 年营收达 329.83 亿元，同比+13.21%，归母净利润 63.4 亿元，同比+12.2%。2025H1，公司实现营业收入 228.2 亿元，同比+35.0%，实现归母净利润 57.2 亿元，同比+73.0%。

图 3：2016 年以来公司营业收入及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：2016 年以来公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

2025H1 公司盈利水平有所改善。2016-2018 年，公司依托宁东基地的煤基新材料产业链初步形成“煤→甲醇→烯烃→聚烯烃”一体化生产，规模化效应显著降低能耗，毛利率和净利率持续走高。2019-2021 年，上市扩张与行业景气周期，盈利能力维持高位，2022-2023 年，成本压力与需求疲软双杀导致盈利水平下滑。2024 年，内蒙古项目产能释放与成本优化驱动复苏，

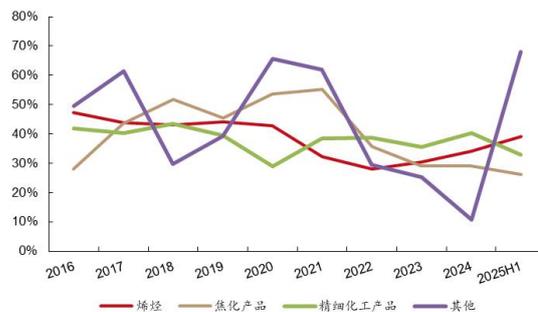
毛利率回升。2025H1，煤炭成本下降，且内蒙古烯烃项目三系列全面达产量价齐升与绿氢降本，盈利水平回升。

图 5：2016 年以来公司销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：2016 年以来公司分业务板块的毛利率走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

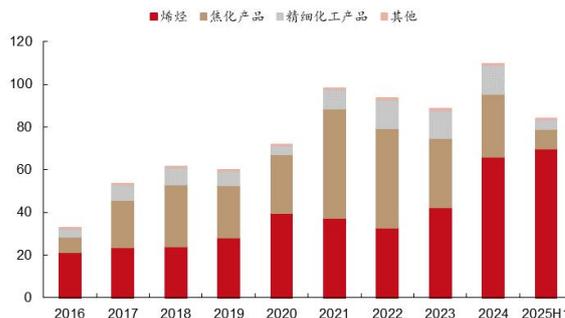
主营业务和毛利构成：烯烃和焦化产品贡献主要业绩。2025H1 公司烯烃、焦化产品、精细化工产品收入占比分别为 78.1%、15.8%、6.1%；毛利占比分别为 83.3%、11.2%、5.4%，烯烃和焦化产品贡献主要的收入和利润。2025H1 公司烯烃、焦化产品、精细化工产品毛利率分别为 39.1%、26.2%、33.0%，精细化工和烯烃产品的毛利率相对较高。

图 7：公司分产品营收结构（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

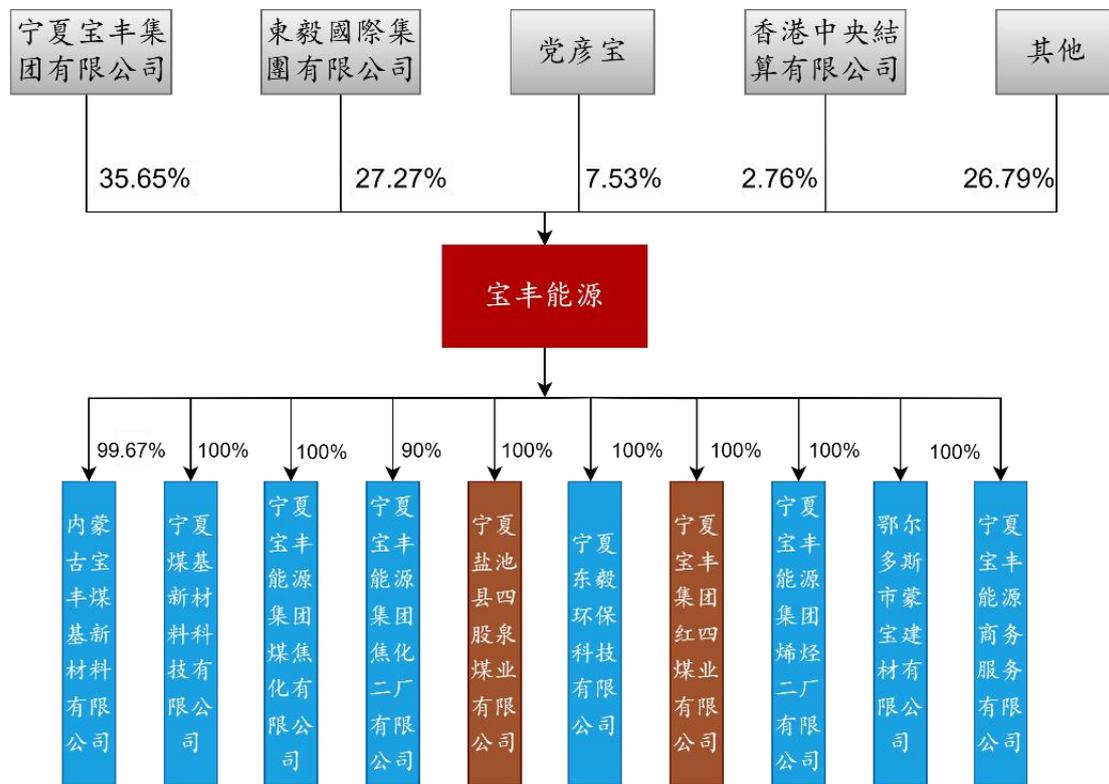
图 8：公司分产品毛利润结构（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

股权结构集中，实控人为党彦宝。党彦宝任公司董事长，截至 2025 半年报，直接持有公司股权 7.53%，通过宁夏宝丰集团有限公司、东毅国际集团有限公司间接控制公司股权 35.65%和 27.27%，合计控制股权占比 55.58%，为公司实控人。公司股权结构集中，有利于提高决策效率，推动公司发展。

图 9：公司股东结构及主要控股子公司



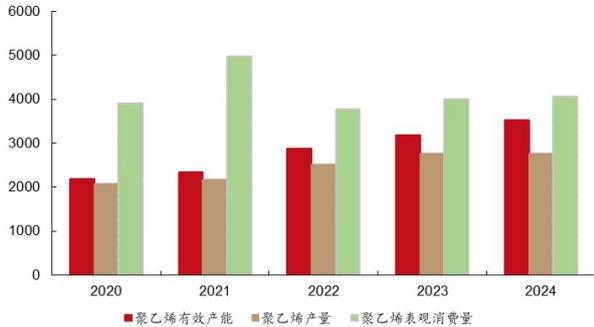
资料来源：Wind，山西证券研究所（注：截至 2025 半年报）

2. 烯烃进口依赖度呈下降趋势，当前煤制烯烃成本优势明显

2.1 聚乙烯进口依存度下降，聚丙烯产业转型加速

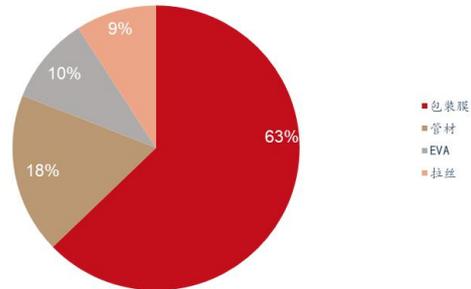
据百川盈孚数据统计，聚乙烯行业有效产能逐年增长，从 2020 年的 2195.8 万吨增加到 2024 年的 3535.5 万吨，CAGR 为 12.6%，显示出行业的生产能力在持续扩张，产能规模不断扩大，为市场供应提供了基础保障。产量方面，也在稳步增长，2020 年为 2075.2 万吨，2024 年达到 2752.2 万吨，CAGR 为 7.3%。表观消费量方面，2020-2021 年呈上升趋势，2021 年达到 4987.0 万吨，之后有所波动，2022 年下降到 3783.6 万吨，2023-2024 年又逐步回升至 4055.1 万吨。2024 年，聚乙烯下游主要应用领域包装膜、管材、EVA、拉丝，分别占比 62.76%、18.23%、9.90%、9.11%。

图 10：2020 年以来聚乙烯行业产能逐步提升



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 11：2024 年聚乙烯下游消费占比



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

从 2020 至 2024 年，中国聚乙烯行业的净进口依存度呈现显著结构性调整：2020 年高达 46.8%，显示近半需求依赖进口。随后通过产能释放和技术升级加速国产替代，依存度连续三年下降至 2023 年的 31.4%（累计降幅达 15.4 个百分点），国内供应能力大幅增强。2024 年微升至 32.1%，行业正从“高度依赖进口”向“自主可控”转型，但 32% 左右的依存度仍凸显高端产品领域的技术追赶空间。据百川盈孚数据统计，预计 2025 年新增 783 万吨聚乙烯产能，进口依存度有望进一步下降。

表 2：2020-2027E 年中国聚乙烯供需平衡表

聚乙烯	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
有效产能 (万吨)	2195.80	2335.80	2875.80	3174.80	3535.50	4318.50	4612.50	4616.50
产量 (万吨)	2075.23	3033.37	2509.09	2752.88	2752.15	3102.16	3375.15	3657.82
进口量 (万吨)	1853.73	2032.12	1346.74	1344.03	1385.09	1117.82	929.23	732.65
出口量 (万吨)	25.23	78.48	72.25	83.60	82.12	83.77	85.44	87.15
净进口量 (万吨)	1828.50	1953.64	1274.49	1260.43	1302.96	1034.05	843.79	645.50
表观消费量 (万吨)	3903.72	4987.02	3783.58	4013.31	4055.11	4136.22	4218.94	4303.32
净进口依存度 (%)	46.8%	39.2%	33.7%	31.4%	32.1%	25.0%	20.0%	15.0%

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所预测

中国聚丙烯行业正处于产能扩张期，长期来看，供需格局正逐步转为宽松。有效产能方面，持续快速增长，从 2020 年的 3507 万吨迅猛扩张至 2024 年的 5307 万吨，CAGR 高达 10.9%，产能扩张趋势显著。产量方面，稳定增长但缓于产能，从 2020 年 2895 万吨增至 2024 年的 3402 万吨，CAGR 为 4.1%，低于产能增速。表观消费量方面，趋于平衡，2020-2024 年整

体复合增长率仅 0.1%，下游需求总量在 2024 年大致恢复到 2020 年水平，但内部结构或存在变化，且与快速增长的产能、稳定上升的产量相比，行业正加速向供需基本平衡甚至供略过于求的方向发展。2024 年，聚丙烯下游主要应用领域包括拉丝、低熔共聚、均聚注塑、高熔纤维、薄壁注塑等。

图 12：2020 年聚丙烯行业产能逐步提升

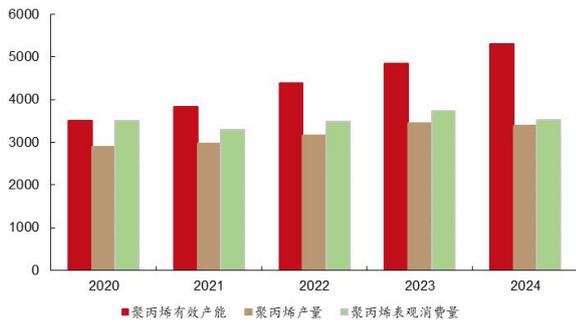
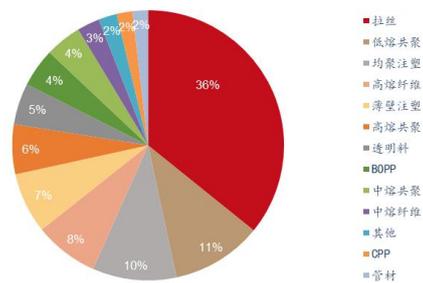


图 13：2024 年聚丙烯下游消费占比



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

聚丙烯净进口依存度断崖式下降，产业转型加速。通过产量扩张+进口替代+出口崛起三轨并行：进口量五年缩减 44%（655→367 万吨），出口量激增 490%（42→251 万吨），净进口依存度从 19.4%骤降至 3.4%（降幅达 16 个百分点）。这一转变标志行业从依赖进口转向自给主导+出口开拓的新阶段，国产化进程基本完成。据百川盈孚数据统计，预计 2025 年新增 615 万吨聚丙烯产能，将加剧供给过剩。未来需关注产能消化（如出口持续增长）与高端产品技术突破。

表 3：2020-2027E 年中国聚丙烯粒料供需平衡表

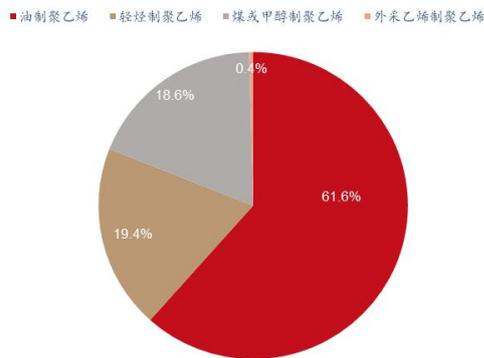
聚丙烯粒料	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
有效产能 (万吨)	2885	3165	3653	4067	4522	5137.0	5377.0	5652.0
产量 (万吨)	2552.63	2666.13	2860.71	3154.61	3313.90	3394.02	3479.74	3567.54
进口量 (万吨)	655.49	466.79	451.04	411.71	367.14	360.64	350.01	338.81
出口量 (万吨)	42.50	139.06	127.14	131.23	250.66	255.67	260.78	266.00
净进口量 (万吨)	612.99	327.73	323.90	280.47	116.48	104.97	89.22	72.81
表观消费量 (万吨)	3165.62	2993.87	3184.61	3435.09	3430.38	3498.99	3568.97	3640.35
净进口依存度 (%)	19.4%	10.9%	10.2%	8.2%	3.4%	3.0%	2.5%	2.0%

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所预测

2.2 聚烯烃以油制为主，当前煤制烯烃具备较强的成本优势

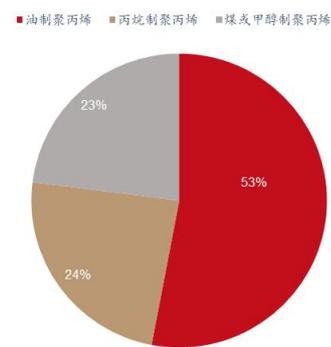
从产能结构看，油制烯烃仍为国内聚烯烃主要生产路线；聚乙烯中，油制产能占比 62%，轻烃制占比 19%，煤或甲醇制占比 19%；聚丙烯中，油制产能占比 53%，丙烷制占比 24%，煤或甲醇制占比 23%。

图 14：2024 年聚乙烯工艺以油制主导



资料来源：金联创，《2024 年年报》，山西证券研究所

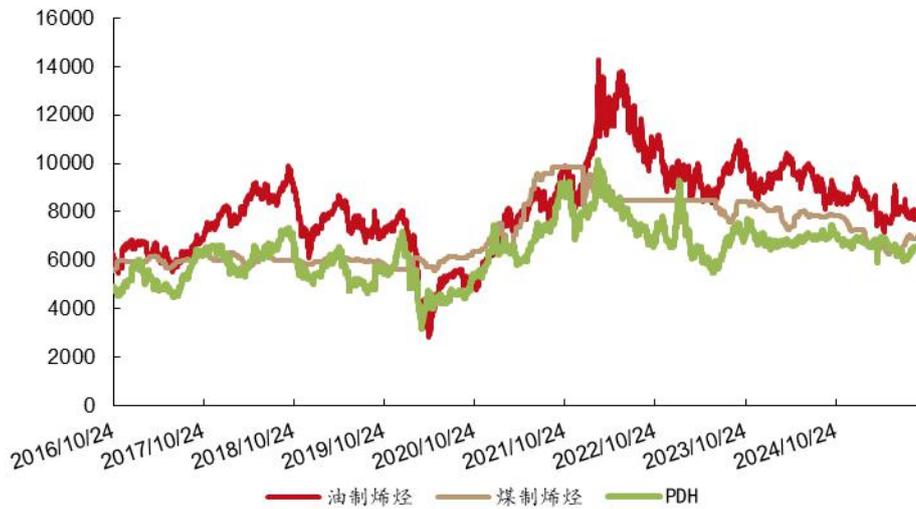
图 15：2024 年聚丙烯工艺以油制主导



资料来源：金联创，《2024 年年报》，山西证券研究所

聚烯烃油制、煤制与 PDH 工艺的成本存在显著动态差异，主导因素为核心原料价格波动。油制烯烃（原油依赖型），成本曲线与布伦特原油价格高度同步，2020 年原油暴跌时成本一度低于煤制，但 2022 年俄乌冲突导致原油冲高时，成本飙升。煤制烯烃（煤炭政策敏感型），2016-2020 年因国内煤炭价格低位维持成本优势（长期低于油制），但 2021 年“双碳”政策引发煤炭供给收缩后成本快速跃升，目前煤炭价格相对历史低位，显示出较强的成本优势。PDH 工艺（丙烷供需驱动型），成本受丙烷进口价格波动主导：2020 年因丙烷低价形成短期成本优势，但 2024 年因地缘冲突推高液化气价格，成本再度提升。

图 16：三种聚烯烃工艺的成本存在显著动态差异（元/吨）



资料来源：Wind，中国煤炭市场网，金联创，山西证券研究所测算

当前，煤制聚烯烃相比油制聚烯烃有 1000 元以上的成本优势。聚烯烃的盈利空间高度依赖煤/油比价，在不同煤/油价格假设下对聚烯烃油制和煤制的成本进行对比分析。假设鄂尔多斯动力煤 2#坑口价 350 元/吨，原油价格分别为 50、55、60、65、70 美元/桶，当原油价格低于 55 美元/桶时，油制聚烯烃才会具备成本优势。

表 4：不同煤/油价格假设的下油制和煤制聚烯烃成本分析

	原油价格 (美元/桶)	鄂尔多斯动力煤 2#坑口价 (元/吨)	油制烯烃成本 (元/吨聚烯烃)	煤制烯烃成本 (元/吨聚烯烃)
假设 1	70	350	8178	6375
假设 2	65	350	7651	6375
假设 3	60	350	7124	6375
假设 4	55	350	6597	6375
假设 5	50	350	6070	6375

资料来源：山西证券研究所预测（注：假设 7 桶原油约 1 吨，石脑油价格大约是原油价格的 1.05 倍，2 吨石脑油制备 1 吨聚烯烃，美元兑人民币汇率按 7.17 计算，加工费约 800 元/吨。假设煤炭运费 100 元/吨，约 7.5 吨煤炭制备 1 吨聚烯烃，加工费约 3000 元/吨）

3. 成本优势突出，盈利水平领先同行

3.1 宝丰在煤制烯烃领域成本优势显著，盈利水平领先同行

公司本部（宁东）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核心区，本部一期、二期、三期烯烃项目均集成了国际国内先进的技术和工艺。其中，焦化废气综合利用制烯烃项目（一期）于 2014 年底开始试生产，2015 年正式投产，具备 60 万吨/年聚烯烃生产能力。2019 年，公司用募集资金投资的焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目（二期项目），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，另外包括焦炭气化制 220 万吨/年甲醇装置（前段）、甲醇制 60 万吨/年烯烃装置（后段），2020 年 5 月底，前段工程焦炭气化制 220 万吨/年甲醇项目一次开车成功，6 月全线试车成功，标志着公司募投项目全线投产。2020 年 9 月，宁东三期 50 万吨/年煤制烯烃与 50 万吨 C2-C5 综合利用制烯烃项目正式开工建设。2023 年年报披露日，公司三期 100 万吨/年烯烃项目主体已全部投产（包括 25 万吨/年 EVA 装置），新增聚乙烯、聚丙烯产能 90 万吨/年，可以同时生产更多牌号的聚乙烯、聚丙烯产品，更好地满足客户的多样化需求，新增 EVA 产能 25 万吨/年，EVA 可用于生产光伏胶膜、电缆料、发泡料和高端膜料，开辟了新的应用领域。

2016 年以来，公司聚烯烃产能全部满产，存在产能瓶颈问题，为做大做强煤制聚烯烃产业，深耕细作精细化工产业，推动新能源产业与现代煤化工产业的融合发展，实现产品高端化、差异化，成为煤基新材料行业的领军企业和全球顶级“绿氢”生产供应商。公司布局内蒙古宝丰煤基新材料有限公司 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（300 万吨/年烯烃项目，简称“内蒙烯烃项目”），下属子公司内蒙古宝丰煤基新材料有限公司为投资主体。该项目位于“金三角”核心区内蒙古鄂尔多斯乌审旗苏里格经济开发区，“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，且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，具备原材料成本优势和区位优势。

内蒙烯烃项目以煤作为原材料，采用水煤浆加压气化、净化、甲醇合成、甲醇制烯烃、烯烃分离等工艺环节，产出聚合级乙烯和丙烯，并最终得到聚乙烯和聚丙烯产品。其中 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。内蒙烯

烃项目总装置生产能力包括 3×220 万吨/年甲醇装置、3×100 万吨/年甲醇制烯烃装置、3×50 万吨/年聚丙烯装置、3×55 万吨/年聚乙烯装置及相关配套公辅设施，主要产品包括聚乙烯、聚丙烯，并副产硫磺、重碳四、C5+、MTBE 等产品，项目总投资 478.11 亿元。

内蒙烯烃项目一线、二线已全部投产，将成为未来主要增量。内蒙烯烃项目于 2022 年 11 月 23 日取得环评批复。项目于 2023 年 3 月开工建设，2024 年 11 月第一系列 100 万吨/年烯烃生产线试生产，成功产出合格产品。截至 2024 年年报披露日，公司内蒙烯烃项目一线、二线已全部投产，2025 年 4 月内蒙 300 万吨烯烃项目全部投产。内蒙古项目与宁东项目相比有一定的成本优势，一是原料煤运输距离近，运输成本比宁东基地低 30-50 元/吨；二是规模优势：单套装置产能达 100 万吨/年，用工少，人力成本低、固定费用低；三是内蒙项目采用扁平化管理模式，管理成本低。

据公司 2024 年年度股东大会会议资料显示，公司将积极推进宁东四期烯烃项目、宁东五期烯烃项目及新疆烯烃项目的审批、建设工作。其中，宁东四期烯烃项目规划 50 万吨/年煤制烯烃产能，产品包括 25 万吨/年聚乙烯、25 万吨/年聚丙烯。新疆烯烃项目建设内容包括 4×280 万吨/年甲醇、4×100 万吨/年甲醇制烯烃、4×110 万吨/年烯烃分离、3×65 万吨/年聚丙烯、3×65 万吨/年聚乙烯，1 套 25 万吨/年 C4 制 1-丁烯装置，1 套 29 万吨/年蒸汽裂解装置，1 套 3 万吨/年超高分子量聚乙烯装置，1 套 25 万吨/年 EVA 装置，1 套 5 万吨/年 MMA/PMMA 装置及配套的公用工程、辅助工程和储运设施等。

表 5：公司聚烯烃产能情况

主要厂区或项目	设计产能	在建产能投产时间
宁东一期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	2015 年正式投产
宁东二期烯烃项目	60 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	2020 年 6 月全线试车成功
宁东三期烯烃项目	90 万吨/年聚乙烯、聚丙烯，25 万吨/年 EVA	2023 年年报披露日全部投产
宁东四期烯烃项目	规划 50 万吨/年煤制烯烃产能	规划
宁东五期烯烃项目	/	规划
内蒙烯烃项目	300 万吨/年聚乙烯、聚丙烯	2025 年 4 月内蒙 300 万吨烯烃项目全部投产
新疆烯烃项目	规划 390 万吨/年煤制烯烃产能	规划

资料来源：《2024 年年报》，《2023 年年报》，《2020 年年报》，《招股书》，公司官网新闻，新疆准东经济技术开发区官网，《交易所互动平台（20250508）》，《2024 年年度股东大会会议资料》，《关于内蒙古烯烃项目第一系列生产线试生产的公告》，《2023 年度向特定对象发行 A 股股票证券募集说明书（修订稿）》，山西证券研究所

宝丰能源是国内煤制烯烃的领先企业。根据中国石油和化学工业联合会发布的《现代煤化

工行业 2024 年运行分析》，截至 2024 年末国内煤制烯烃总产能 1342 万吨/年，相比上年末增长 5.6%。截至 2024 年末，宝丰能源烯烃产能占全国煤制烯烃产能约 23.8%，产品牌号较为齐全，根据已知的公开信息，公司单位产品成本、单位产品能耗位于行业最低水平，是煤制烯烃行业的领先企业之一。

宝丰能源煤制烯烃单位投资额低于同行。宝丰能源通过大型化装置、产业链协同及工艺创新，将煤制烯烃单位投资压缩至 1.59 亿元/万吨，大幅低于行业平均水平（2.0~2.3 亿元/万吨），为后续产品定价与盈利能力奠定核心竞争优势。

表 6：煤制烯烃单位投资额对比

公司	主体工程产能（万吨）	投资额（亿元）	单位投资额（亿元/万吨）
宝丰能源	300 万吨聚烯烃（内蒙项目）	478.1	1.59
中国神华	75 万吨聚烯烃	171.5	2.29
中煤能源	90 万吨聚烯烃、25 万吨/年 LDPE/EVA	238.9	2.08

资料来源：《2023 年度向特定对象发行 A 股股票证券募集说明书（修订稿）》，《关于神华包头煤制烯烃升级示范项目获得核准的公告》，《中煤能源对外投资公告》，山西证券研究所

宝丰能源在煤制烯烃领域具备显著的成本优势，盈利水平领先。2021-2024 年，宝丰能源产品均价较高与中煤能源接近，高于中国神华。其聚烯烃板块毛利率稳定在 28% 以上，显著高于同为煤化工板块主营聚烯烃产品的中国神华和中煤能源。为排除中国神华和中煤能源的聚烯烃业务利润不包含**硝基煤**的煤炭利润，将宝丰能源聚烯烃板块的毛利率与中国神华和中煤能源的煤炭板块毛利率对比，仍然显著高于中煤能源的煤炭板块毛利率，显著高于 2021 和 2024 年中国神华的煤炭板块毛利率。

表 7：三家煤制烯烃工艺企业 2021-2024 年聚烯烃均价、利润水平对比

		2021	2022	2023	2024
聚烯烃产品均价（元/吨）	宝丰能源（聚乙烯）	7330	7463	7083	7089
	宝丰能源（聚丙烯）	7657	7395	6759	6697
	中国神华公司（聚乙烯）	6641	6765	6446	6645
	中国神华公司（聚丙烯）	6853	6613	5908	5896
	中煤能源公司（聚乙烯）	7455	7479	7145	7337
	中煤能源公司（聚丙烯）	7587	7323	6652	6629
烯烃板块毛利率 （中国神华、中煤能源煤化工板块主要产品为聚烯烃）	宝丰能源（烯烃板块）	32.3%	28.1%	30.3%	34.2%
	中国神华（煤化工板块）	20.8%	15.9%	11.3%	5.8%
	中煤能源（煤化工板块）	12.2%	13.3%	15.3%	14.9%
	中国神华（煤炭板块）	27.55%	35.90%	32.04%	29.99%
	中煤能源（煤炭板块）	17.97%	25.40%	24.95%	24.60%

资料来源：wind，宝丰能源、中煤能源、中国神华 2022 年和 2024 年年报，山西证券研究所

DMTO-III技术单位烯烃产能的原料消耗和能耗可明显下降，进一步提升煤制聚烯烃的成本优势。2010年8月，中科院大连化物所第一代甲醇制烯烃（DMTO）技术在全球首次实现了煤基甲醇制取低碳烯烃的工业化。2014年12月，第二代甲醇制烯烃（DMTO-II）技术实现首次工业化。此后，大连化物所对该技术进行持续创新，研制了新一代甲醇制烯烃催化剂和DMTO-III技术，甲醇转化率99.06%，乙烯和丙烯的选择性85.90wt%，吨烯烃（乙烯+丙烯）甲醇单耗为2.66吨。2020年10月，大连化物所已与宁夏宝丰集团一次性签订了5套100万吨/年烯烃产能的DMTO-III工业装置技术许可合同。按照甲醇单价2300元/吨计算，生产一吨烯烃，DMTO-III技术相比DMTO-I技术节省甲醇成本约713-805元。

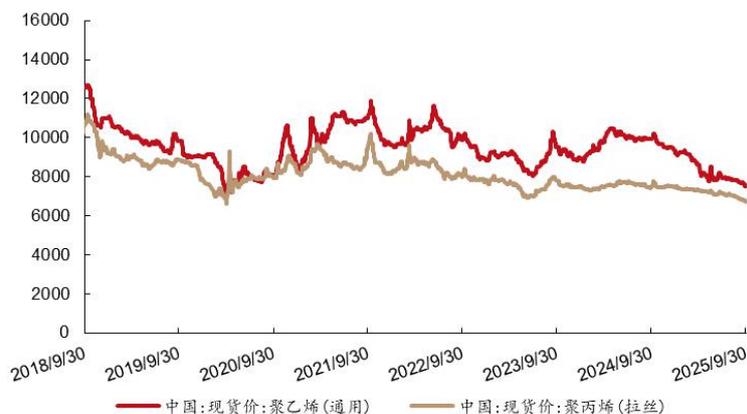
表 8：DMTO 技术对比

主要厂区或项目	甲醇单耗（吨/吨烯烃）	副产（C4+）裂解单元	单套工业装置甲醇处理量（万吨/年）	单套工业装置烯烃产量（万吨/年）
一代	2.97	无	180	60
二代	较一代有所降低	有	180	60
三代	2.62-2.66	不需单独设	300	115

资料来源：中国科学院官网，中国新闻网，山西证券研究所

聚烯烃价格趋势：整体下行，阶段性波动显著。聚乙烯从2018年10月的约12000元/吨降至2025年9月的约7500元/吨，聚丙烯从约11000元/吨降至6700元/吨。中国产能持续扩张，叠加需求增速放缓，推动长期价格重心下移。未来价格修复需依赖供给侧出清或出口增量消化过剩产能，而具备垂直一体化成本优势的企业将成为行业洗牌中的赢家。

图 17：聚烯烃价格处于下行趋势（元/吨）



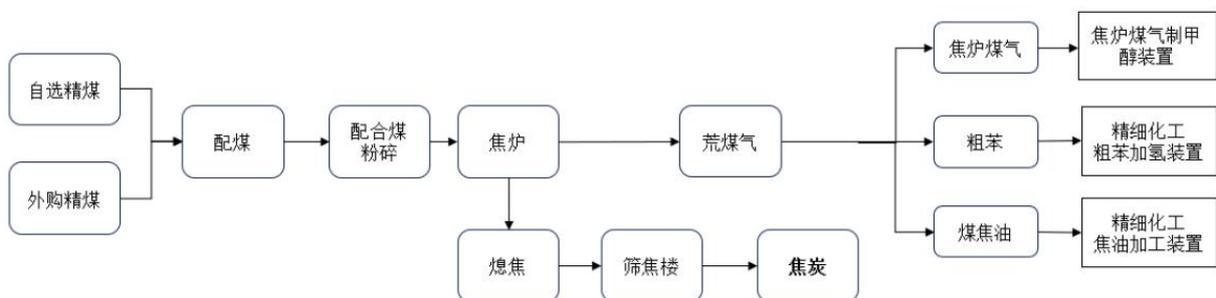
资料来源：Wind，化工在线，山西证券研究所

3.2 自有煤矿具备成本优势，打造循环经济产业链

公司有马莲台、四股泉、红四、丁家梁煤矿，提供原料自我保障能力。2019年，公司已经投产两座自有煤矿，分别为马莲台煤矿（360万吨/年）和四股泉煤矿（150万吨/年），满足了部分原煤需求，丁家梁煤矿已基本建设完成，因尚未取得采矿许可证，未能投产。2020年10月，红四煤矿240万吨/年产能全面建成正式投入联合试运转。2023年，公司马莲台煤矿、红四煤矿共新增煤炭产能100万吨/年。据公司《2023年年报电话会议记录（2024年3月）》公告披露，公司现有自产煤年产能820万吨，精煤产率约50%，2023年精煤产量423万吨。全年炼焦用精煤总量近1000万吨，2023年焦化的煤炭自给率约45%。煤炭生产成本方面，马莲台煤矿成本约100元/吨，红四煤矿成本约165元/吨，相比外购煤炭具备较强的成本优势。

公司焦化产品主要为焦炭、煤焦化副产品等。2019年，公司投资建设300万吨/年煤焦化多联产项目，建设规模为300万吨/年焦化、10万吨/年针状焦、苯加氢扩建至12万吨/年、焦油加工扩建至40万吨/年，项目于2022年6月正式投产，截至2024年年报披露日公司焦化总产能达到700万吨/年。焦化产品生产流程将原煤洗选为精煤，再用精煤进行炼焦生产焦炭，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，焦炉气用来生产甲醇，形成煤炭采选-焦化-甲醇-烯烃-精细化工于一体的高端煤基新材料循环经济产业链。

图 18：公司焦化产品生产流程图



资料来源：《2024年年报》，山西证券研究所

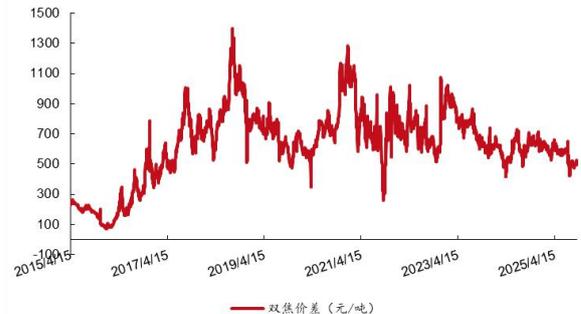
受焦炭需求走弱、焦煤供应宽松双重影响，焦炭、焦煤价格震荡下行。焦炭行业已从“需

求驱动”转向“成本绞杀”阶段。拥有“焦煤资源自给+技术降本”双引擎的企业方能在寒冬中存活。2025年7月以来，在“反内卷”的推动下，双焦价格出现底部反弹。

图 19：双焦价格底部反弹（元/吨）



图 20：双焦价差震荡运行（元/吨）

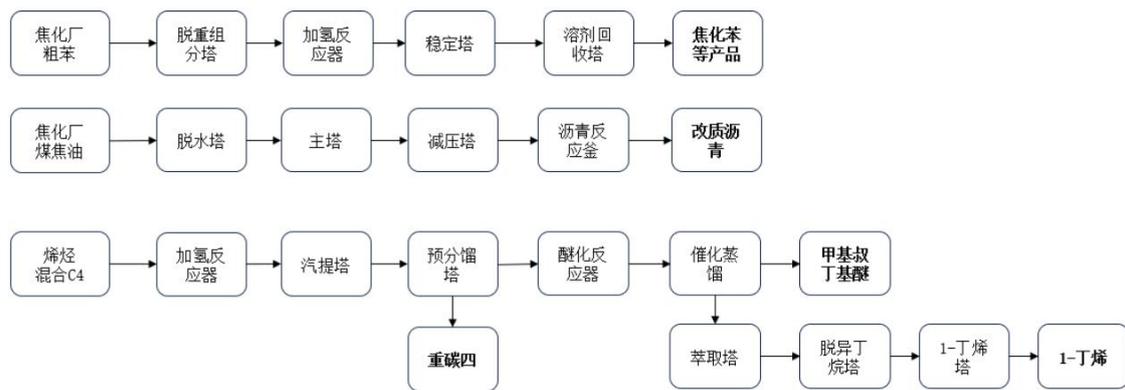


资料来源：Wind，大连商品交易所，山西证券研究所

资料来源：Wind，大连商品交易所，山西证券研究所

公司精细化工产品线，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，实现原料利用率最大化，降低生产成本。

图 21：公司精细化工产品生产流程图



资料来源：《2024 年年报》，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

目前，公司业务涵盖焦化，聚烯烃和精细化工三大业务板块。基于三大业务，做以下假设：

(1) 焦化业务：公司具备 700 万吨焦化产能，近年来公司焦化产能满产运行，假设 2025-2027 年，产能利用率 100%，双焦行业存在供需矛盾，价格处于下降通道，2025-2027 年均价分别为 1284、1258、1233 元/吨。焦化业务收入增速分别为-11.10%、-2.00%、-2.00%，毛利率分别为 29.97%、29.97%、28.54%；

(2) 聚烯烃业务：公司现有聚烯烃产能 520 万吨、EVA 产能 25 万吨，规划产能包括宁东四期、五期、新疆项目，近年来公司聚烯烃产能满产运行，假设 2025-2027 年，产能利用率分别为 95%、100%、100%。聚烯烃上游原材料价格下降幅度较大，聚烯烃供给增加，产品价格有所下降，假设 2025-2027 年公司聚烯烃产品均价分别下降 4%、1%、1%，单位成本分别下降 7%、1%、1%；

(3) 精细化工和其他业务：假设 2025-2027 年，精细化工及其他业务收入合计增速分别为-3.00%、1.00%、1.00%，毛利率维持稳定。

表 9：宝丰能源分业务盈利预测（单位：百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
焦化业务	营收	10,110	8,988	8,808	8,632
	yoy	-9.59%	-11.10%	-2.00%	-2.00%
	毛利率	29.18%	29.97%	29.97%	28.54%
聚烯烃业务	营收	19,266	39,007	42,887	47,627
	yoy	37.24%	102.47%	9.95%	11.05%
	毛利率	34.19%	36.25%	36.25%	36.25%
精细化工及其他业务	营收	3,607	3,499	3,534	3,569
	yoy	-6.59%	-3.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	38.70%	37.90%	37.90%	37.90%
综合	营收	32,983	51,494	55,229	59,828
	yoy	13.21%	56.12%	7.25%	8.33%
	毛利率	33.15%	35.26%	35.35%	35.23%

资料来源：Wind，山西证券研究所测算

4.2 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 122/ 132/ 144 亿元，对应 PE 分别为 11 / 10/ 9 倍。考虑公司是煤制烯烃龙头企业，成本优势显著，且内蒙项目投产将带来业绩增量，未来宁东基地和新疆基地规划项目有利于支撑公司长期成长性，维持“买入-B”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	EPS				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
601898.SH	中煤能源	11.90	1.30	1.23	1.31	1.39	9.15	9.71	9.07	8.55
002221.SZ	东华能源	8.52	0.25	0.19	0.31	0.44	33.57	45.17	27.92	19.45
600426.SH	华鲁恒升	27.02	1.53	1.76	2.10	2.43	17.67	15.34	12.84	11.13
003022.SZ	联泓新科	21.74	0.19	0.26	0.38	0.50	114.15	82.44	56.60	43.59
	平均值						43.64	38.17	26.61	20.68
600989.SH	宝丰能源	18.22	0.86	1.66	1.80	1.96	21.08	10.95	10.14	9.31

资料来源：Wind，最闻，山西证券研究所（截至到 2025 年 10 月 10 日，可比公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

原料供应及价格波动风险：公司产品的的主要原料为煤炭，主要通过自产和外购的方式保障原料供应。如果煤炭等原材料价格发生大幅波动，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的不确定性，进而导致公司整体业绩波动。

市场竞争加剧风险：公司所处的现代煤化工行业属于资本及技术密集型产业，具有一定的进入壁垒，但未来仍将面临新进入市场者以及现有竞争对手的竞争。如未来行业产品需求增长持续放缓，市场供应进一步扩大，市场竞争将进一步加剧，公司业绩将受到一定程度的影响。

环保风险：公司所处的现代煤化工行业以及所属原料供应煤矿的生产受日益严格的环保法律和法规的监管。随着国家对环保重视程度以及节能减排要求的不断提高，将会制定更为严格的环保政策及环保标准，公司的环保投入将会增加，如未来公司环保设施及污染物排放无法持续符合国家相关要求，则可能对公司的正常生产经营造成不利影响。

宏观经济变化风险：公司产品的的需求受宏观经济及下游行业需求的影响较大。如宏观经济出现滞涨甚至下滑，或者客户所在行业或其下游行业出现滞涨甚至下滑，则可能影响对公司产品的的需求量，业绩将可能受到影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3435	4786	6458	8557	9409
现金	1283	2477	2920	4976	5360
应收票据及应收账款	26	20	53	58	62
预付账款	188	266	442	478	495
存货	1292	1575	2515	2586	2950
其他流动资产	646	447	529	459	543
非流动资产	68195	84780	93683	97843	111528
长期投资	1628	1655	1683	1711	1739
固定资产	41369	43216	56153	65799	76415
无形资产	5154	5027	5084	4986	4962
其他非流动资产	20045	34881	30763	25346	28412
资产总计	71630	89566	100141	106399	120938
流动负债	14313	21250	25675	23906	30155
短期借款	470	760	615	687	651
应付票据及应付账款	1948	1489	2678	2423	2744
其他流动负债	11895	19002	22382	20796	26760
非流动负债	18780	25310	25481	24278	22075
长期借款	17524	21513	21210	19908	17605
其他非流动负债	1257	3797	4270	4370	4470
负债合计	33094	46560	51156	48184	52231
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333	7333
资本公积	7286	7176	7176	7176	7176
留存收益	24050	28334	32891	37750	41361
归属母公司股东权益	38537	43006	48986	58216	68707
负债和股东权益	71630	89566	100141	106399	120938

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8693	8898	19768	14114	23578
净利润	5651	6338	12205	13182	14357
折旧摊销	1814	2180	2311	2902	3454
财务费用	327	744	820	876	923
投资损失	-39	-16	-18	-20	-21
营运资金变动	715	-934	4397	-2884	4817
其他经营现金流	225	586	53	58	47
投资活动现金流	-14101	-11529	-11249	-7100	-17166
筹资活动现金流	4769	4246	-8076	-4958	-6028
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.86	1.66	1.80	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.21	2.70	1.92	3.22
每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.86	6.68	7.94	9.37

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29136	32983	51494	55229	59828
营业成本	20279	22050	33336	35705	38749
营业税金及附加	467	645	824	884	957
营业费用	86	117	173	189	203
管理费用	769	875	1133	1160	1197
研发费用	431	756	772	823	885
财务费用	327	744	820	876	923
资产减值损失	-8	-14	-18	-22	-22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	16	18	20	21
营业利润	6786	7828	14415	15568	16903
营业外收入	7	10	16	10	11
营业外支出	327	552	390	406	419
利润总额	6467	7286	14041	15172	16495
所得税	816	949	1837	1990	2138
税后利润	5651	6338	12205	13182	14357
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	5651	6338	12205	13182	14357
EBITDA	9428	10857	17018	18674	20454

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	13.2	56.1	7.3	8.3
营业利润(%)	-12.1	15.4	84.1	8.0	8.6
归属于母公司净利润(%)	-10.3	12.2	92.6	8.0	8.9
获利能力					
毛利率(%)	30.4	33.1	35.3	35.4	35.2
净利率(%)	19.4	19.2	23.7	23.9	24.0
ROE(%)	14.7	14.7	24.9	22.6	20.9
ROIC(%)	11.0	10.0	15.9	15.3	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	52.0	51.1	45.3	43.2
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	599.2	1414.7	1414.7	1000.0	1000.0
应付账款周转率	11.2	12.8	16.0	14.0	15.0
估值比率					
P/E	23.6	21.1	10.9	10.1	9.3
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	16.4	15.1	9.5	8.6	7.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

