



新增产能助力成长，巩固煤制烯烃龙头优势

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 公司是国内煤制烯烃龙头企业，依托宁东能源基地一体化布局，构建核心成本优势；内蒙古300万吨/年煤制烯烃项目全面投产，宁东四期50万吨/年煤制烯烃项目持续推进，未来增量清晰；2) 2026年以来聚烯烃价格步入上行期，截至10月13日聚乙烯、聚丙烯期货价格分别为8865元/吨、9351元/吨，分别较年初上涨37.46%、47.73%，公司作为行业龙头，将充分受益于产品价格上涨带来的盈利弹性；3) 公司布局宁东、鄂尔多斯两大能源化工金三角核心区域，坐拥丰富煤炭资源，整体核定年产能达910万吨，原料供给稳定充足，构筑煤制烯烃原料成本优势。
- 聚烯烃需求稳健增长，价格维持高位运行。**近年来随着国内炼化一体化、煤制烯烃、轻烃裂解多元原料路线落地，国内聚烯烃供给能力实现持续提升，对外依存度从2021年的25.6%降至2025年的14.81%。同时在国家提振消费、扩大内需政策推动下，聚烯烃需求保持稳健增长。2024年全球包装薄膜市场规模为1293.69亿美元，2029年其规模预计将增长到1742.85亿美元。2026年初以来中东地缘冲突持续发酵，在油价中枢维持高位的背景下，煤制烯烃相对油制、轻烃工艺的成本优势进一步扩大，行业开工率与盈利水平有望持续改善，公司作为煤制烯烃龙头企业将显著受益。
- 煤制烯烃龙头全产业链布局，产能规模行业领先。**公司成立于2005年，背靠宁东能源基地，是国内煤制烯烃行业龙头企业，聚烯烃产能规模位居国内前列。依托煤炭资源优势，公司构建了从煤炭开采到精细化工产品加工的一体化全产业链，核心产品包括聚乙烯、聚丙烯、焦炭等。经过多年发展，随着内蒙古项目投产，公司聚烯烃总产能520万吨/年，随着内蒙基地放量，以及宁东四期项目推进，产销规模有望持续扩大。
- 焦炭需求保持韧性，公司依托煤炭资源凸显竞争优势。**公司具有焦炭产能700万吨，业务规模保持稳健，近年来焦炭业务毛利率处于较好水平，2026H1又进一步提升至36.02%。核心竞争力源于自有煤炭资源支撑，公司布局四座煤矿，核定总产能910万吨，三座矿井已投产形成稳定原料保障，充分发挥上下游协同效应。在建丁家梁煤矿建成后将继续提高煤炭自给水平，强化成本优势，增强全产业链经营韧性与抗周期能力。
- 盈利预测与投资建议。**公司为国内煤制烯烃行业龙头，依托宁东能源基地构建了从煤炭开采到精细化工的一体化产业链，在成本控制、产能规模与产品质量方面均具备显著竞争优势。随着内蒙古300万吨/年煤制烯烃项目全面投产，公司2025年进入产能集中释放期，聚烯烃产能大幅扩张带动业绩实现高速增长。2026年伴随油价上行，聚烯烃价差走阔，公司业绩有望显著提升。同时地缘冲突对全球炼厂开工造成深远影响，聚烯烃市场仍有望维持偏紧格局，2027-2028年公司有望步入规模扩张后的稳健常态，盈利底盘扎实且仍保持正增长，现金流支撑强。估值随业绩增长持续消化，中长期盈利稳定性突出，当前估值具备较强安全边际。综合以上，预计未来三年归母净利润复合增长率为17.54%，给予2026年13倍PE，目标价28.86元，维持“买入”评级。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	480.38	547.85	569.70	588.52
增长率	45.64%	14.05%	3.99%	3.30%
归属母公司净利润(亿元)	113.50	162.79	173.23	184.31
增长率	79.09%	43.43%	6.41%	6.40%
每股收益EPS(元)	1.55	2.22	2.36	2.51
净资产收益率ROE	23.46%	27.00%	24.17%	22.07%
PE	14	10	9	9
PB	3.39	2.72	2.29	1.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦

执业证号：S1250525070005

邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理

执业证号：S1250525050004

电话：021-68413856

邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	73.33
流通A股(亿股)	73.33
52周内股价区间(元)	16.72-34.7
总市值(亿元)	1,639.74
总资产(亿元)	949.13
每股净资产(元)	7.53

相关研究

- 宝丰能源（600989）：煤制烯烃龙头，内蒙项目持续放量（2025-11-10）

投资要点

关键假设

假设 1: 公司依托宁东、内蒙基地一体化产能布局, 核心煤制烯烃、焦化及精细化工装置已进入产能释放期, 随着宁东四期项目陆续建成投产, 装置开工率与产能利用率将持续提升。同时煤制烯烃行业供需格局持续优化, 产品价格仍有修复空间。成本端, 公司依托全产业链一体化优势, 能够有效抵御煤炭等原材料价格波动带来的成本压力, 保障生产稳定性和盈利韧性。综合以上, 预计 2026-2028 年烯烃产品营业收入增长率分别为 17.00%、4.14%、3.45%; 营业收入分别为 440.00 亿元、458.20 亿元、474.00 亿元; 毛利率分别为 46%、46%、46%。

假设 2: 公司焦化业务聚焦于提质增效与成本优化, 随着焦炭价格企稳回升, 叠加公司成本管控持续加强, 焦化产品盈利能力有望改善。精细化工业务则围绕高附加值产品进行延伸, 依托现有烯烃产业链向下游拓展, 提升产品附加值与盈利水平。综合以上, 预计 2026-2028 年焦化产品营业收入增长率分别为 2.75%、2.73%、1.77%; 营业收入分别为 77.00 亿元、79.10 亿元、80.50 亿元; 毛利率分别为 30%、30%、30%。

区别于市场的观点

市场普遍认为当前国内聚烯烃行业处于产能集中释放周期, 行业同质化扩产现象突出, 低端通用料产能扎堆、产品结构重叠, 市场竞争激烈。未来聚烯烃市场供需宽松态势将持续, 行业整体盈利空间被持续压缩, 产品价格长期面临下行压力。

我们认为当前地缘冲突反复, 霍尔木兹海峡通行受阻, 原油供应仍面临较大风险, 成本端依然具有较强支撑。同时部分炼化装置遭到不同程度打击, 影响全球供给, 我国聚烯烃仍有部分需要进口, 因此存在进口的不确定性。此外, 随着行业环保、能耗政策持续收紧, 落后产能加速退出, 行业集中度持续提升。宝丰能源作为煤制烯烃的行业龙头, 一体化模式的成本优势持续凸显, 在行业景气度波动中具备更强的盈利韧性。公司内蒙古项目已投产运行, 宁东四期等后续项目稳步推进, 产能扩张节奏清晰, 为未来业绩增长提供持续动力。

股价上涨的催化因素

聚烯烃价格修复、新增产能持续落地、成本优势进一步凸显。

估值和目标价格

2026 年伴随油价上行, 聚烯烃价差走阔, 公司业绩有望显著提升。2027-2028 年公司有望步入规模扩张后的稳健常态, 估值随业绩增长持续消化, 中长期盈利稳定性突出, 当前估值具备较强安全边际。预计未来三年归母净利润复合增长率为 17.54%, 给予 2026 年 13 倍 PE, 目标价 28.86 元, 维持“买入”评级。

投资风险

烯烃产品销售不及预期的风险、原材料成本上涨风险、行业政策与环保风险。

目 录

1 公司概况：煤制烯烃龙头一体化布局，新项目投产可期	1
1.1 煤化工品类完善，持续巩固龙头优势	1
1.2 股权结构清晰，持续分红回报股东	2
2 财务分析：受益于聚烯烃景气上行，毛利率稳中有升	3
3 烯烃板块：煤制烯烃成本优势凸显，格局优化助力龙头成长	5
3.1 石脑油裂解为主流，煤制烯烃更具成本优势	5
3.2 DMT0 技术持续迭代，推动煤化工行业效率提升	9
3.3 国内烯烃行业规模扩张，供需格局持续优化	12
3.4 地缘风险冲击全球供应链，聚烯烃价格支撑强劲	17
4 焦化板块：钢铁刚需支撑基本盘，绿色集约与一体化龙头优势凸显	18
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 绝对估值	23
5.3 相对估值	24
6 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 股权结构.....	2
图 3: 公司分红率	3
图 4: 营业收入.....	3
图 5: 归母净利润	3
图 6: 主营业务收入分产品组成 (亿元)	4
图 7: 主营业务毛利分产品组成 (亿元)	4
图 8: 公司各项费率维持在较低水平.....	4
图 9: 毛利率、净利率回升	4
图 10: 资产负债率	4
图 11: 资本支出	5
图 12: 在建工程	5
图 13: 烯烃工艺路线	6
图 14: 聚乙烯产能结构.....	6
图 15: 聚丙烯产能结构.....	6
图 16: 原油价格	7
图 17: 乙烷价格	7
图 18: 煤炭价格 (元/吨)	8
图 19: 三种烯烃制取工艺原料价格及成本对比.....	8
图 20: 煤制烯烃流程	9
图 21: DMT0 技术的发展	10
图 22: 煤制烯烃毛利率对比	11
图 23: 2026 年聚乙烯主要生产企业占比.....	13
图 24: 2026 年聚丙烯主要生产企业占比.....	13
图 25: 2025 年聚乙烯消费结构	16
图 26: 2025 年聚丙烯消费结构	16
图 27: 全球包装薄膜市场规模.....	16
图 28: 聚乙烯产量	17
图 29: 聚丙烯产量	17
图 30: 聚烯烃库存量	17
图 31: 聚烯烃开工率	17
图 32: 聚烯烃价格复盘.....	18
图 33: 焦炭产业链.....	19
图 34: 焦炭生产工艺流程.....	19
图 35: 焦炭消费结构	20
图 36: 我国焦炭产量	20
图 37: 我国生铁产量	20
图 38: 焦炭、焦煤价格	21
图 39: 公司焦炭产量	21
图 40: 公司焦化板块毛利率	21

表 目 录

表 1: 公司主要项目及产品情况	2
表 2: 煤制烯烃企业对比	11
表 3: 聚乙烯供需平衡表	12
表 4: 聚丙烯供需平衡表	12
表 5: 聚烯烃供需平衡表	12
表 6: 2026-2028 年聚乙烯新增产能	14
表 7: 2026-2028 年聚丙烯新增产能	15
表 8: 业务拆分	22
表 9: 绝对估值假设条件	23
表 10: FCFF 估值结果	23
表 11: 可比公司估值	24
附表: 财务预测与估值	25

1 公司概况：煤制烯烃龙头一体化布局，新项目投产可期

煤制烯烃龙头，产品结构持续优化。公司是国内煤制烯烃行业龙头企业，核心聚烯烃产品规模与成本优势显著。公司成立以来，通过合理的产能规划，巩固原有优势产品的同时，也在不断拓宽产品品类，随着内蒙基地煤制烯烃及配套绿氢耦合项目的投产，公司已经成长为国内领先的现代煤化工企业。公司目前核心产品包括聚乙烯、聚丙烯、EVA 等聚烯烃产品，同时涵盖焦化产品、精细化工产品 & 煤炭开采等业务，聚烯烃年产能达 520 万吨，焦炭年产能 700 万吨。

1.1 煤化工品类完善，持续巩固龙头优势

煤制烯烃龙头开启发展新征程，产品迭代升级清晰。公司自 2005 年设立以来，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 年收购东毅环保前，主要产品为焦炭、纯苯、改质沥青；2013 年收购东毅环保后至 2014 年焦化废气综合利用制烯烃项目投产前，新增甲醇产品；2014 年烯烃项目投产后至 2016 年碳四深加工项目投产前，甲醇全部自用，核心产品升级为聚乙烯、聚丙烯；2016 年碳四深加工项目投产后，进一步丰富产品结构至聚乙烯、聚丙烯、焦炭、纯苯、改质沥青、MTBE，2019 年公司上市。2025 年公司内蒙古基地 300 万吨/年煤制烯烃项目全面达产，2026 年公司宁东四期持续推进，成长空间持续打开。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司年报，西南证券整理

煤化工全品类布局，新项目产能增量可期。纵观公司产品结构，覆盖聚烯烃、焦化产品、精细化工产品等主要板块。聚烯烃：公司在聚烯烃领域布局完善，聚乙烯、聚丙烯、EVA 等产品种类丰富，产能规模位居行业首位，同时配套煤炭开采、甲醇制备环节，拥有完整一体化产业链，成本和规模优势显著；焦化产品：公司具有焦炭年产能 700 万吨，配套产出纯苯、改质沥青等产品，依托焦化废气综合利用制烯烃工艺，实现资源循环利用，环保与效益兼具；精细化工产品：MTBE 等产品持续贡献增量，未来随着宁东四期烯烃项目投产，精细化工产品矩阵将进一步丰富，有望成为业绩新增长点。

表 1: 公司主要项目及产品情况

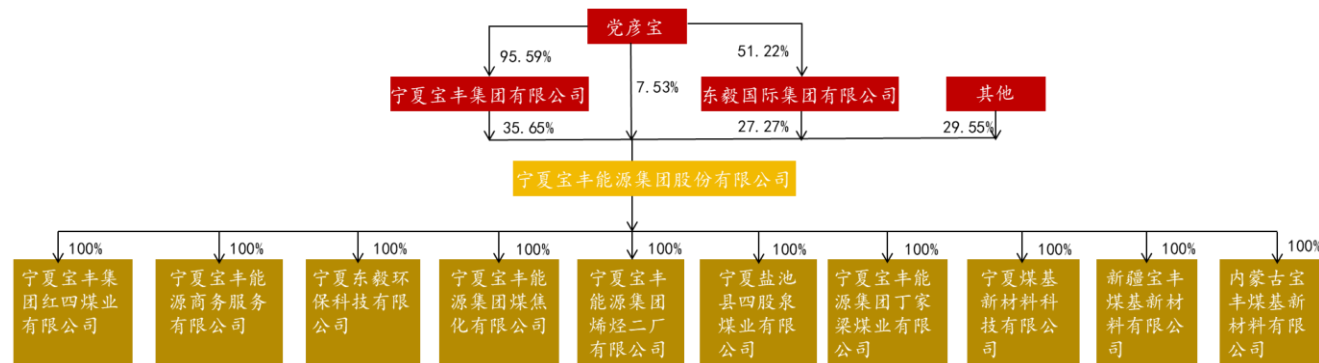
项目	产品	产能/万吨
宁东烯烃项目一期 (2014 年)	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	60
宁东烯烃项目二期 (2020 年)	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	60
宁东烯烃项目三期 (2023 年)	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	100
	EVA	25
宁东烯烃项目四期 (预计 2026 年投产)	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	50
内蒙烯烃项目一期 (2025 年)	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	300
焦化项目	焦炭	700
新疆烯烃项目	烯烃类 (聚乙烯/聚丙烯)	400 (规划中)

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

1.2 股权结构清晰, 持续分红回报股东

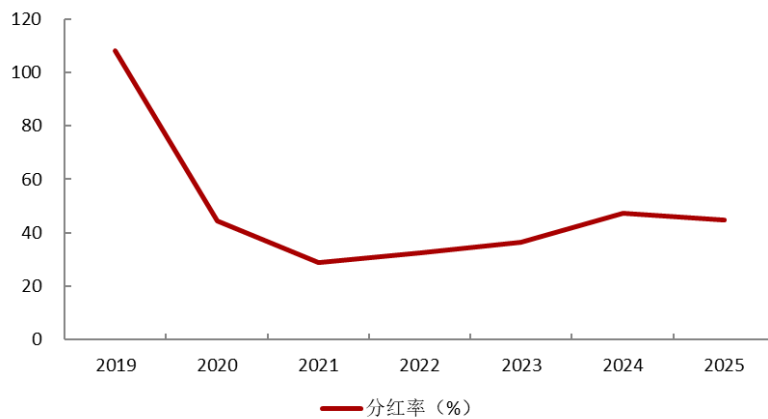
股权结构清晰集中, 提供坚实治理保障。党彦宝是公司的实际控制人, 公司依托全产业链优势, 在煤炭采选、焦化、烯烃及精细化工等板块形成协同效应, 助力公司保持领先的成本优势。公司上市以来坚持高比例分红, 持续回馈股东, 2025 年分红率为 45%。凭借煤化工赛道突出的成本管控优势, 企业盈利稳定性较强, 现金流保持充裕, 有力支撑后续持续分红, 股息回报具备可持续性。

图 2: 股权结构



数据来源: Wind, 公司年报, 西南证券整理

图 3：公司分红率

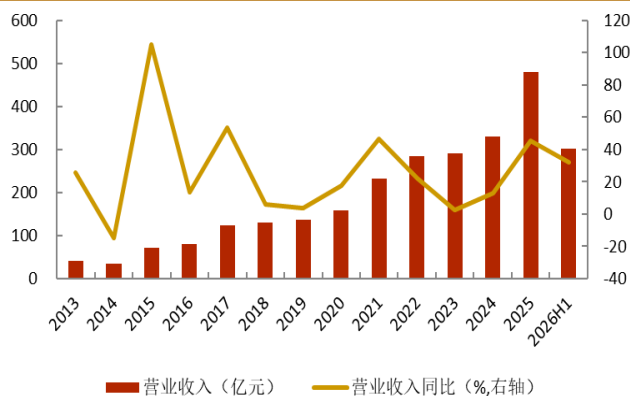


数据来源：Wind，公司年报，西南证券整理

2 财务分析：受益于聚烯烃景气上行，毛利率稳中有升

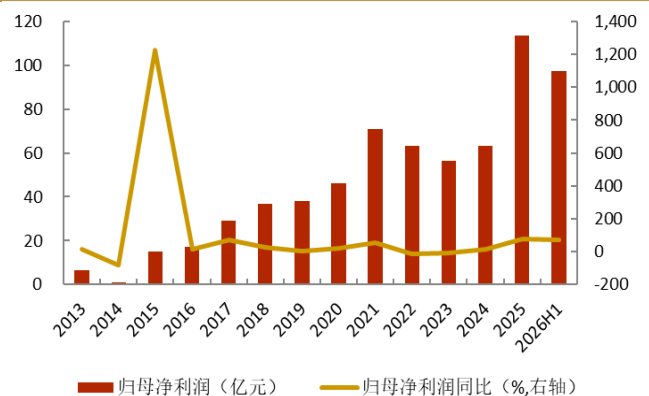
公司营收规模稳步扩张，利润稳中有升。回顾公司历史业绩，2021 年受益于行业高景气度，公司归母净利润提升至 70.70 亿元，达到阶段新高。2022-2023 年，行业景气度回落，公司业绩阶段性承压。2025 年，随着煤制烯烃下游需求回暖，以及公司 300 万吨/年煤制烯烃项目全面达产，公司营收规模大幅提升至 480.38 亿元，同比增长 45.64%，归母净利润大幅提升至 113.50 亿元，同比增长 79.09%，业绩重回高速增长。2026 年上半年，公司业绩延续增长态势，实现营业收入 301.98 亿元，同比增长 32.33%；实现归母净利润 97.28 亿元，同比增长 70.14%。

图 4：营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

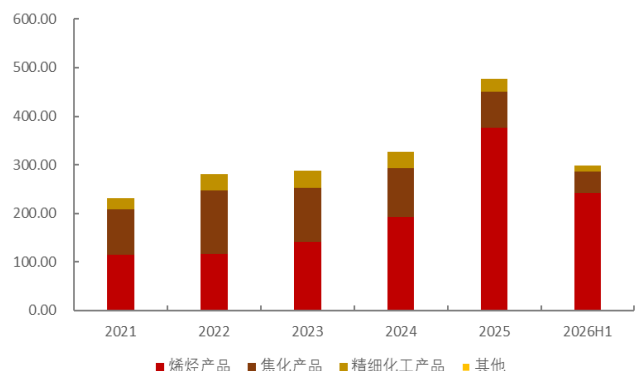
图 5：归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

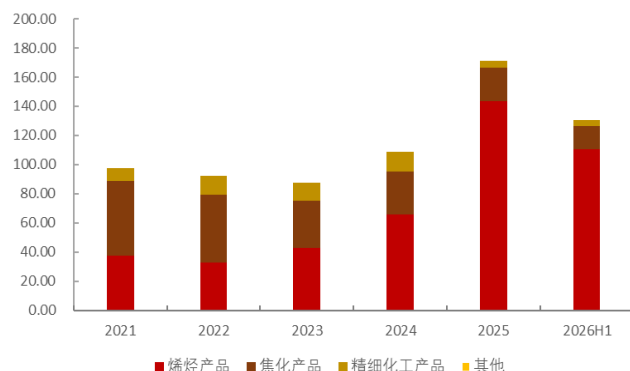
烯烃业务贡献持续提升，一体化优势支撑盈利稳定。公司主营业务包括烯烃与焦化产品，从营收和毛利结构来看，烯烃产品收入占比持续提升。2025 年，公司烯烃产品营收和毛利分别为 376.06 亿元、143.51 亿元。依托一体化全产业链布局，公司在煤价波动、产品价格周期下行的背景下，烯烃产品毛利率依然维持在较高水平。2025 年毛利率达 38.16%，较上年提升 3.97 个百分点。随着烯烃产能持续释放，公司营收与毛利结构进一步向烯烃业务倾斜，2026 年上半年公司烯烃板块实现营收 241.08 亿元，是驱动公司业绩增长的核心动力。

图 6: 主营业务收入分产品组成 (亿元)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

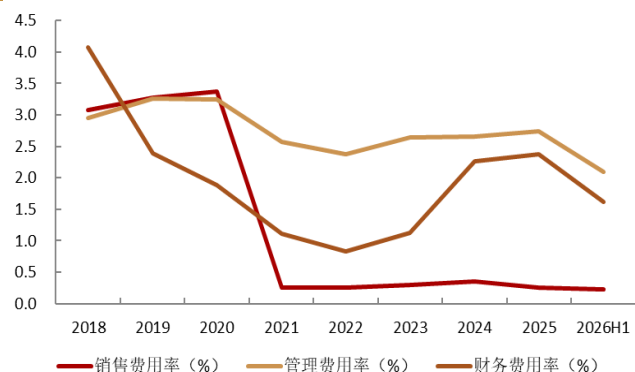
图 7: 主营业务毛利分产品组成 (亿元)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

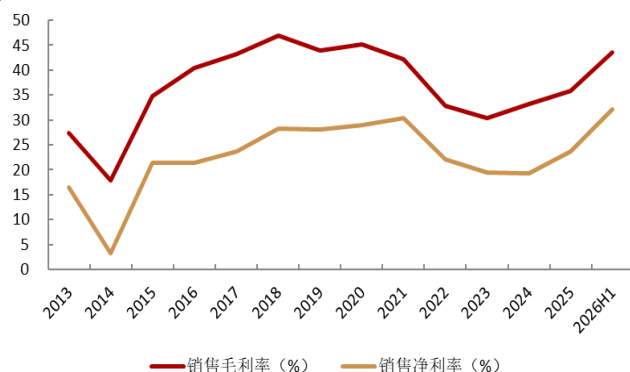
降本节支成效显著, 费率维持低位。公司持续推进节能降耗与成本管控, 2026 年 H1 公司销售、管理、财务费率分别为 0.22%、2.09%、1.61%, 维持在较低水平; 油价高位波动, 聚烯烃价格上涨, 煤制烯烃价差扩大, 2026 上半年公司销售毛利率、净利率分别回升至 43.56%、32.21%, 盈利水平显著修复。资产负债结构持续优化, 资产负债率降至 2026 年 H1 的 41.8%, 财务稳健性不断增强。

图 8: 公司各项费率维持在较低水平



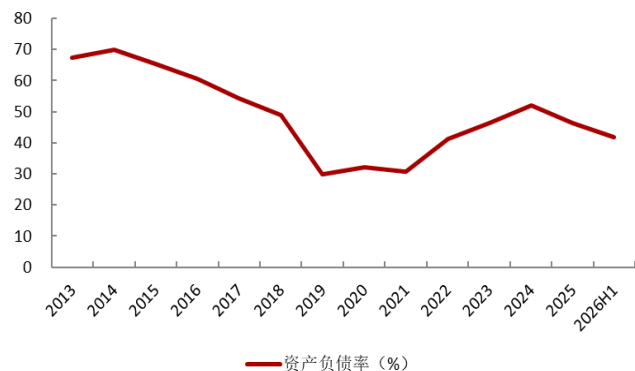
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 毛利率、净利率回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 资产负债率



数据来源: Wind, 西南证券整理

核心项目建设已进入收尾阶段，产能进入释放阶段。公司此前大规模资本开支主要用于宁东基地煤制烯烃项目、绿氢耦合制烯烃示范装置及配套产业链升级项目，2024-2025年随着核心装置陆续投产，在建工程规模回落至2026年H1的69亿元，资本开支也从高位回落。随着前期项目建成转固，公司烯烃、焦炭等核心产能利用率将进一步提升，叠加装置升级与工艺优化，产量有望持续释放，为后续业绩增长提供坚实支撑。

图 11：资本支出



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：在建工程



数据来源：Wind，西南证券整理

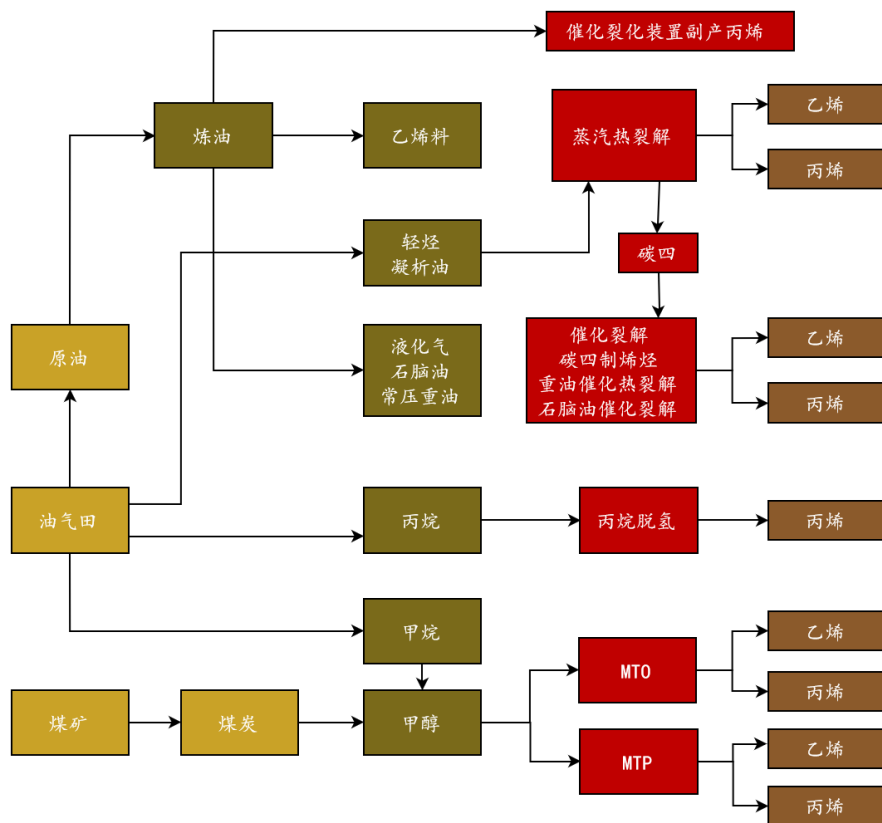
3 烯烃板块：煤制烯烃成本优势凸显，格局优化助力龙头成长

纵观烯烃产业链，上游依托原油、煤炭、轻烃等原料，中游通过各类工艺产出乙烯、丙烯，下游延伸生产聚乙烯、聚丙烯及精细化工产品，下游产品广泛应用于包装、建材、新能源、医药医疗等领域。目前行业传统主流为油制烯烃，国内形成油制、煤制、轻烃制烯烃三条工艺路线并行发展格局；依托国内富足煤炭资源，煤制烯烃具备原料成本低、供应稳定的特点，在高油价环境下成本优势与盈利弹性突出，行业重要性不断提高，同时持续向着绿色化、高端化方向升级。

3.1 石脑油裂解为主流，煤制烯烃更具成本优势

烯烃主要有三种生产工艺：油制烯烃、煤制烯烃和轻烃路线。油制烯烃工艺成熟，是目前国内的主流路线，但对原油依赖度较大。轻烃工艺流程较短，具有转化率高、污染性小、经济效益好等优势，但原料同样依赖进口。而煤制烯烃优势在于原材料廉价易得，技术成熟，转化率高，在我国资源禀赋特性下具有显著优势。

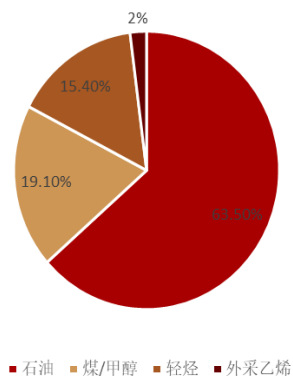
图 13: 烯烃工艺路线



数据来源: 宝丰能源招股说明书, 西南证券整理

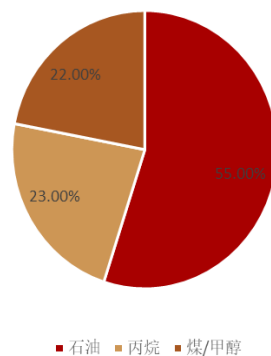
油制路线仍稳居国内聚烯烃产能主导地位, 煤/甲醇工艺与轻烃路线作为关键补充。聚乙烯制产能占比达 63.5%, 仍占据大多份额, 煤/甲醇制和轻烃制分别占 19.1%和 15.4%; 聚丙烯制占比为 55%, 丙烷制与煤/甲醇制则分别占 23%和 22%, 形成油、煤、气更为均衡的多元结构。煤制路线凭借国内煤炭资源禀赋, 在原油价格剧烈波动时发挥着稳定供应作用, 而轻烃路线也对聚烯烃进行了有效补充。整体来看, 煤和轻烃工艺不仅有效降低了对单一石油路线的过度依赖, 也增强了整个产业链应对原料价格波动的韧性。

图 14: 聚乙烯产能结构



数据来源: 宝丰能源年报, 金联创, 西南证券整理

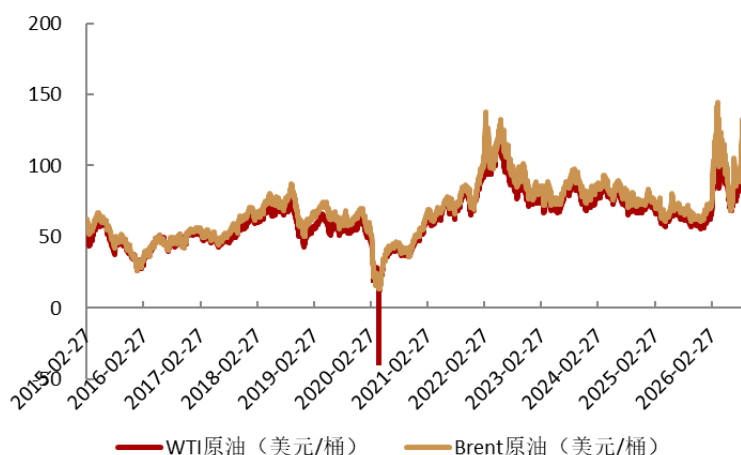
图 15: 聚丙烯产能结构



数据来源: 宝丰能源年报, 金联创, 西南证券整理

油制烯烃工艺成熟，成本受制油价波动。油制烯烃是传统主流工艺，技术路线为原油炼制石脑油，再通过蒸汽热裂解生成乙烯、丙烯等烯烃产品，工艺流程直接。优势在于工艺成熟，可与其他石化产品形成协同，劣势在于高度依赖进口原油，我国原油进口依存度较高，原料供应与成本受国际地缘冲突、油价波动影响极大。从成本结构来看，油制烯烃的成本与原油价格挂钩。2026年以来，受到地缘冲突的影响，原油价格显著上行，Brent原油曾一度突破 120 美元/桶，后续伴随局势缓解，油价有所调整，但 9 月以来原油价格再次冲高，同时考虑到炼油炼化设施的损坏影响深远，全球聚烯烃产能或仍面临偏紧局面。

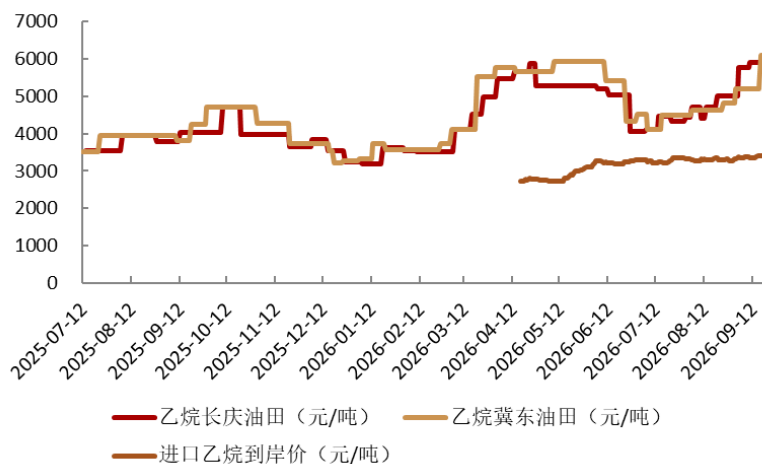
图 16：原油价格



数据来源：Wind，西南证券整理

轻烃路线流程高效，原料依赖进口。轻烃制烯烃路线主要包括乙烷裂解、丙烷脱氢，具有低能耗，排放少，产品收率高等优势，然而国内乙烷资源不足，多数需要进口。2025年年中中美贸易摩擦带来阶段性冲击，对美乙烷加征关税推高进口成本，乙烷到岸价短期冲高，裂解价差收窄，轻烃企业阶段承压。关税加征政策结束后，进口成本快速回落，裂解盈利修复，企业逐步恢复满产运行，市场供需重回宽松。美国页岩气乙烷整体供应充足，乙烷裂解盈利修复。2026年以来，受到地缘冲突影响，国内乙烷价格波动上行。

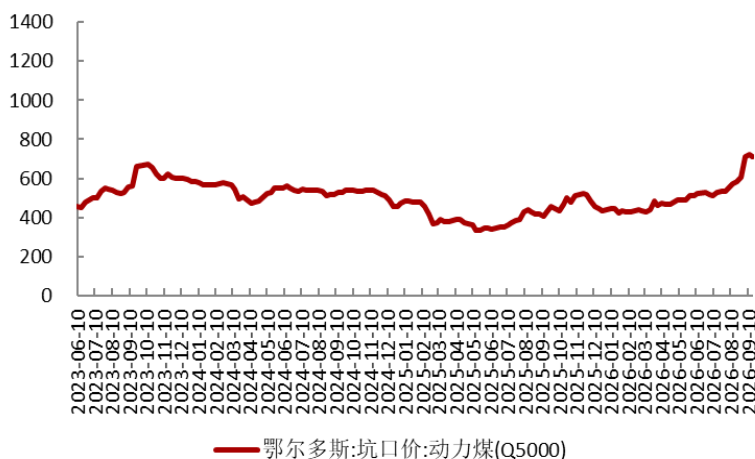
图 17：乙烷价格



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

煤制烯烃依托资源优势，盈利空间广阔。煤制烯烃是我国自主创新的重要工艺，技术路线为煤炭气化制合成气，再合成甲醇，最终通过 MTO 工艺制取烯烃，是我国保障烯烃产业链自主可控的核心路线。2025 年国内煤炭市场整体供需宽松、价格下行，全年煤炭供应总量 53.2 亿吨、同比微增 0.4%，电力、建材等主流用煤需求同步回落，主产地动力煤价格下滑。2026 年 6 月受山西煤矿事故影响，全国煤炭安监全面升级，核心产区启动安全排查与停产整改，大量矿井停工验收，复产审批流程收紧，市场有效供给显著收缩。此次事故引发的行业严监管持续落地。煤炭市场由松转紧，价格中枢稳步抬升。宝丰能源作为煤制烯烃行业龙头，凭借全产业链一体化、低成本煤炭自供、规模效应，能够在一定程度抵御原材料的短期波动。

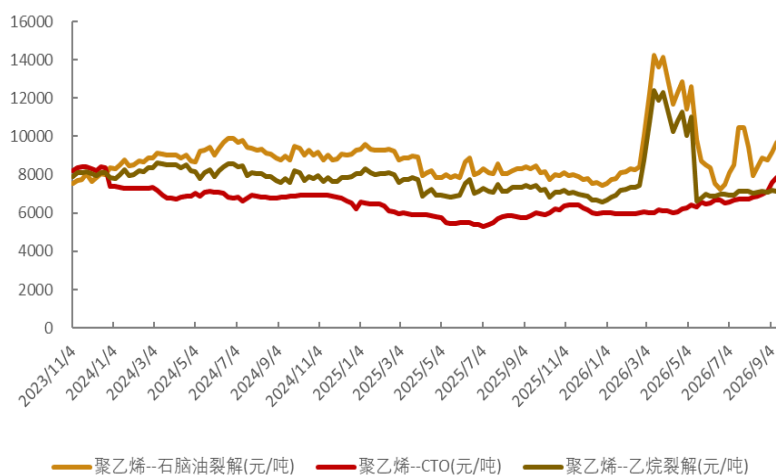
图 18：煤炭价格（元/吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

烯烃生产路径成本差异显著，高油价下煤制烯烃优势突出。对比 3 种主要烯烃工艺成本，石脑油裂解制烯烃成本高度依赖国内外油价，在当前中东冲突导致油价维持中高水平的背景下，成本有所提升；轻烃工艺面临美伊冲突导致的进口原料价格扰动；而煤制烯烃依托国内丰富的煤炭资源，通过构建全产业链生产，成本相对稳定，在油价、气价上涨致烯烃价格上涨的环境下具备显著的成本优势和盈利前景。

图 19：三种烯烃制取工艺原料价格及成本对比



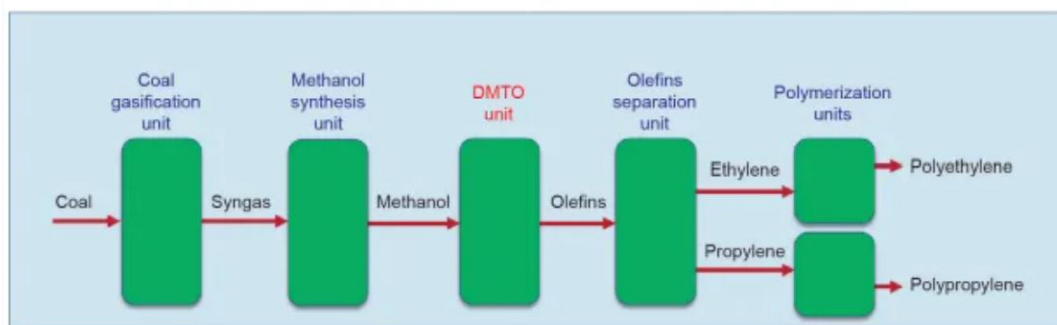
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

3.2 DMTO 技术持续迭代，推动煤化工行业效率提升

我国能源结构呈现“富煤，缺油、少气”的特征，发展煤炭深加工产业，是落实国家能源战略储备、推动煤炭清洁高效利用、保障国家能源安全的重要举措。1982 年中科院大连化物所在政府支持下启动 MTO 工艺相关研究；2010 年，采用大连化物所自主开发 MTO 工艺的世界首座商业煤制烯烃装置——神华包头 60 万吨/年烯烃装置建成投产，成为世界烯烃工业发展的重要里程碑。

DMTO 装置是现代煤制烯烃（CTO）工厂的核心工艺单元，整套煤制烯烃生产流程具备清晰的工序链条：原料煤炭首先送入 CTO 气化装置，在蒸汽参与下发生气化反应，生成以一氧化碳（CO）与氢气（H₂）为主要组分的合成气；生成的合成气输送至甲醇合成装置完成催化反应，转化得到中间产品甲醇；后续甲醇物料进入核心的 DMTO 装置，通过甲醇制烯烃催化反应，进一步生成乙烯、丙烯等关键基础化工烯烃产品，由此完成从煤炭资源到烯烃化工品的完整转化过程。

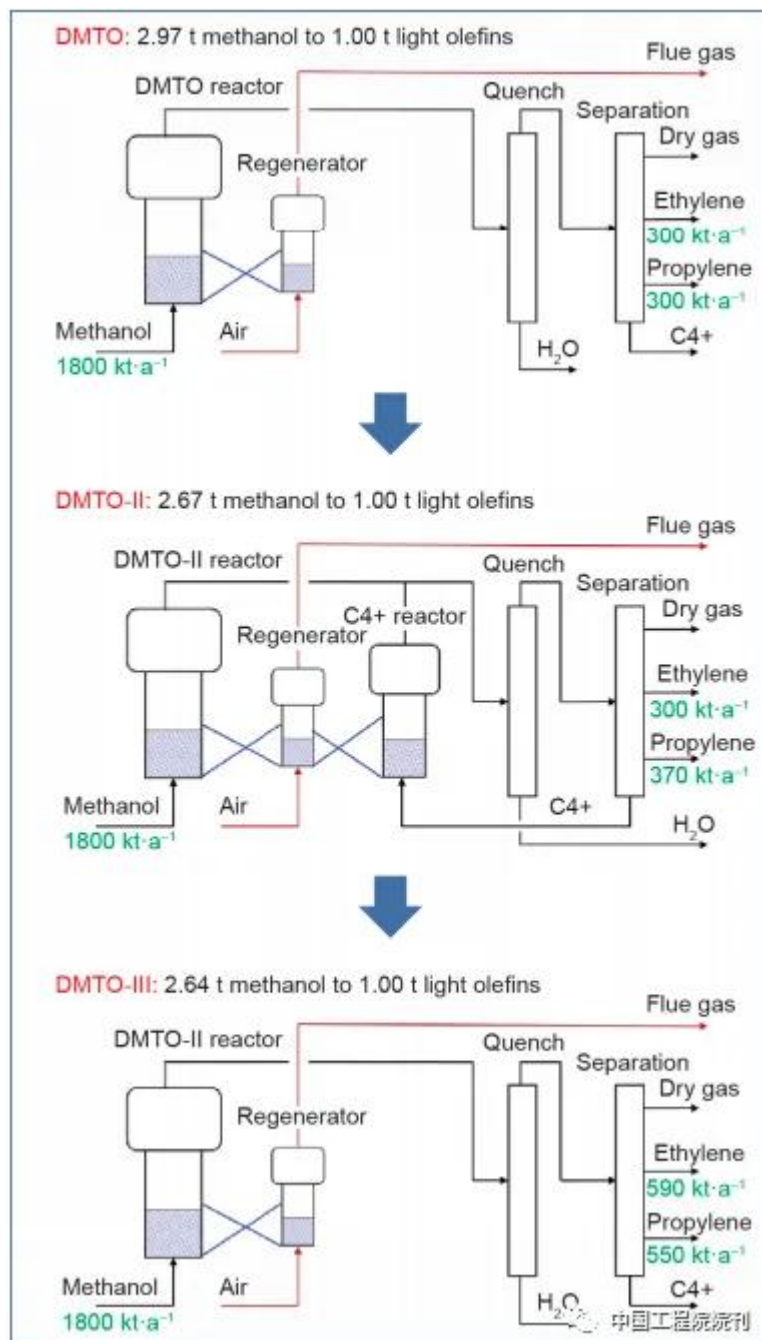
图 20：煤制烯烃流程



数据来源：中国工程科学公众号，《DMTO: A Sustainable Methanol-to-Olefins Technology》，西南证券整理

目前煤制烯烃工艺已经发展到 DMTO-III 技术，最新 DMTO-III 在反应器设计与催化剂焦炭分布优化上突破，无需回收 C4+ 即把烯烃选择性提至 85%—90%，吨烯烃甲醇耗降至 2.6-2.7 吨，11 米密相流化床甲醇进料达 3000 千吨/年，单套装置产能高达 1150 千吨/年且不增资本开支，经济性显著优化。

图 21: DMT0 技术的发展

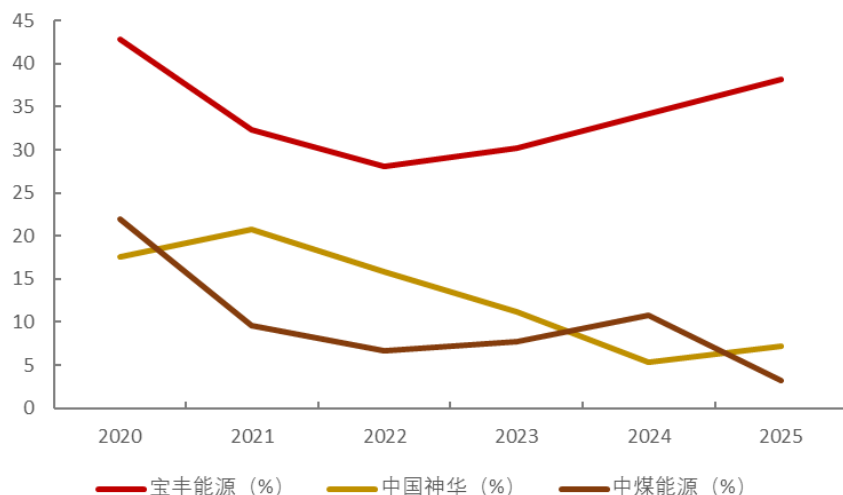


数据来源: 中国工程科学公众号, 《DMT0: A Sustainable Methanol-to-Olefins Technology》, 西南证券整理

工艺领先、规模效应明显, 公司煤制烯烃盈利能力突出。随着煤制烯烃工艺的不断进步, 我国煤制烯烃企业规模也在不断扩大, 目前比较典型的具有煤制烯烃的企业有宝丰能源, 中国神华和中煤能源。三家企业都采用 DMT0 工艺, 并布局或在建有 DMT0-III 技术的装置。对比各家企业近年的毛利率, 可以看出公司煤制烯烃毛利率出于领先地位。中国神华和中煤能源的优势是背靠央企集团拥有极高的煤炭自给和广泛的综合能源协同网络。而宝丰能源的优势在于聚烯烃规模效应明显, 内蒙古 300 万吨烯烃项目是全球单厂规模最大

的煤制烯烃项目；其次公司的 DMTO-III 产业化更早，并已经处于放量阶段，并配有绿氢耦合煤制烯烃工艺，吨烯烃甲醇单耗进一步降低；区位优势方面，宝丰拥有宁东与内蒙古鄂尔多斯双基地，均位于能源化工“金三角”核心区，凭借区位优势与循环经济产业链，有效对冲了原料成本。

图 22：煤制烯烃毛利率对比



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

表 2：煤制烯烃企业对比

对比维度	宝丰能源	中国神华	中煤能源
装置规模	520 万吨/年（2025 年内蒙古 300 万吨项目全面达产），宁东四期项目 50 万吨持续推进。	现有约 60 万吨/年；包头煤化工煤制烯烃（75 万吨/年）升级项目持续推进。	现有约 60 万吨/年（榆林一期）；在建 90 万吨/年（榆林二期）、80 万吨/年（平朔项目）
产品工艺	DMTO-III（全球首次产业化）+全球首创“绿氢耦合煤制烯烃”	神华包头煤制烯烃升级示范项目采用 DMTO-III 工艺	榆林二期采用 DMTO-III 工艺
投资强度	内蒙古 300 万吨烯烃项目总投资 484 亿元，是全球单厂规模最大的煤制烯烃项目。	神华包头煤制烯烃项目总投资 170 亿元；神华包头煤制烯烃升级示范项目总投资 171.5 亿元	中煤榆林二期项目概算投资 238.88 亿元
产业链协同	“煤—焦—气—甲醇—烯烃—精细化工—绿氢”循环经济全产业链，宁东+内蒙双基地	实现煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发与产运销一条龙运营，板块协同赋能煤化工业务，形成突出的产业链及市场议价竞争优势	依托矿区自身优势，实现“煤—电—化—新能源”一体化模式
产品结构	聚乙烯、聚丙烯及高端 EVA，广泛应用于包装、汽车、医疗等领域	聚乙烯、聚丙烯，副产品（包括工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四、工业用甲醇、精甲醇等）	聚乙烯、聚丙烯等
区位优势	宁夏宁东+内蒙古鄂尔多斯双基地，均位于国家能源化工“金三角”核心区	包头基地位于内蒙古，依托一期成熟装置升级扩建	榆林（陕西）+平朔（山西）双基地，均位于煤炭资源富集区
项目进展	内蒙古 300 万吨已全面达产；宁东四期 50 万吨/年在建；新疆项目、内蒙二期前期推进	包头升级示范 75 万吨/年已开工，预计 2026 年 12 月竣工	榆林二期 90 万吨/年已完成中交，2026 年底投产；平朔 80 万吨/年推进中

数据来源：公司年报，百度百科，西南证券整理

3.3 国内烯烃行业规模扩张，供需格局持续优化

近些年国内聚烯烃行业进入产能扩张阶段，依托国内炼化一体化、煤制烯烃、乙烷裂解多元原料路线落地，国内供给能力实现持续提升，聚烯烃的对外依存度呈现持续下行的长期趋势，国内聚烯烃对外依存度从 2021 年的 25.6% 降至 2025 年的 14.81%，2025 年聚乙烯对外依存度降低至 27%，聚丙烯降至 0.7%，聚丙烯基本实现国内自给，供应链自主可控能力显著增强。整体来看，我国聚烯烃供需格局由高度依赖进口转向自主供给为主、进口补充为辅，行业安全保障能力持续优化，后续发展重心将从规模扩张转向高端化产品攻关，进一步缩小高端品类对外依赖空间。

表 3：聚乙烯供需平衡表

年份	2021	2022	2023	2024	2025
产量 (万吨)	2319	2479	2730	2781	3289
进口量 (万吨)	1459	1347	1344	1385	1341
出口量 (万吨)	50	72	84	82	109
净进口量 (万吨)	1409	1275	1260	1303	1232
表观消费量 (万吨)	3728	3754	3991	4084	4521
净进口依存度	37.80%	33.96%	31.58%	31.90%	27.25%

数据来源：宝丰能源年报、金联创，西南证券整理

表 4：聚丙烯供需平衡表

年份	2021	2022	2023	2024	2025
产量 (万吨)	2767	2931	3234	3472	3956
进口量 (万吨)	480	451	412	367	337
出口量 (万吨)	139	127	131	241	310
净进口量 (万吨)	341	324	280	126	27
表观消费量 (万吨)	3108	3254	3514	3599	3983
净进口依存度	10.96%	9.95%	7.98%	3.50%	0.68%

数据来源：宝丰能源年报、金联创，西南证券整理

表 5：聚烯烃供需平衡表

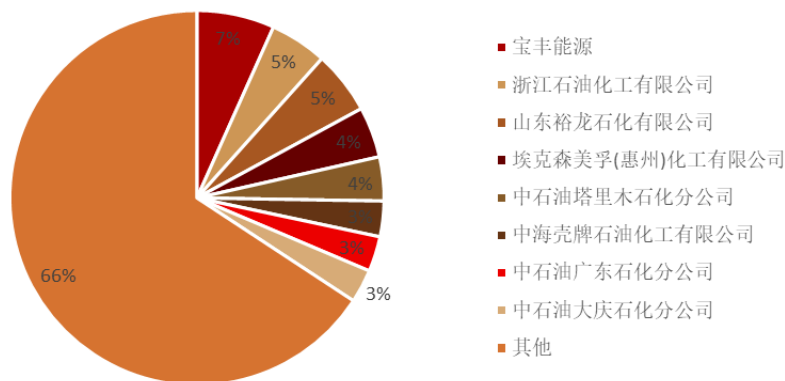
年份	2021	2022	2023	2024	2025
产量 (万吨)	5086	5410	5964	6253	7245
进口量 (万吨)	1939	1798	1756	1752	1678
出口量 (万吨)	189	199	215	323	419
净进口量 (万吨)	1750	1598	1541	1430	1259
表观消费量 (万吨)	6836	7008	7505	7683	8503
净进口依存度	25.60%	22.81%	20.53%	18.61%	14.81%

数据来源：宝丰能源年报、金联创，西南证券整理

国内烯烃市场仍以油制烯烃企业为主，但煤制烯烃企业产能持续增加，具备长期向好的发展趋势。从烯烃的不同工艺类型来看，以石油基制烯烃的企业主要有中国石化、中国石油等，以煤制烯烃的企业主要包括宝丰能源等，而以轻烃裂解制烯烃的企业主要包括卫星化学、万华化学等。其中，石油基制烯烃领域仍为国内烯烃主要生产路线，中国石化、

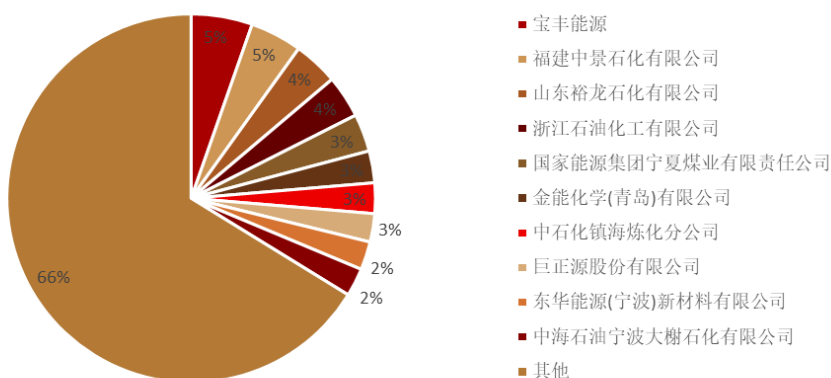
中国石油等凭借炼化一体化在油制烯烃领域存在优势；轻烃裂解制烯烃领域，以卫星化学为代表，聚焦沿海地区布局，通过自有船队，构建稳定乙烷运输路线；煤制烯烃领域，宝丰能源宁夏及内蒙基地项目相继投产，装置运行稳定，依托当地丰富煤炭资源。

图 23：2026 年聚乙烯主要生产企业占比



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 24：2026 年聚丙烯主要生产企业占比



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

国内烯烃产业稳步推进，石脑油裂解仍是主要增量。根据百川盈孚数据，2026-2028 仍有部分聚烯烃产能规划，但多以石脑油工艺为主，煤制和轻烃路线作为补充。当前油头产能成本压力突出，项目落地具有不确定性。石脑油作为国际大宗商品，价格受原油波动、地缘政治等因素影响。年初以来，在中东冲突背景下，油价高位运行，相较于成本相对稳定的煤制路线，油制聚烯烃企业盈利弹性大幅收缩，面临持续的成本挤压。从项目回报角度来看，部分规划产能存在延期投产的可能性，行业实际有效产能增量具备较强不确定性。同时国内包装、农业、建材及光伏锂电等下游领域形成稳定刚性支撑，表观消费量整体保持稳步增长，也能在一定程度上消化国内新增产出，缓解国内市场流通压力。

表 6: 2026-2028 年聚乙烯新增产能

预计投产时间	企业	生产工艺	新增产能 (万吨)
2028 年 6 月	中国石化长城能源化工有限公司	聚乙烯--MTO	35
2028 年 6 月	中煤平朔集团有限公司	聚乙烯--CTO	40
2028 年合计			75
2027 年 12 月	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	聚乙烯--CTO	4
2027 年 12 月	中国石油天然气股份有限公司兰州石化分公司	聚乙烯--石脑油裂解	45
2027 年 12 月	东明盛海化工新材料有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2027 年 12 月	广西华谊能源化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	20
2027 年 12 月	中国石化销售股份有限公司湖南岳阳石油分公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2027 年 12 月	中国石油化工股份有限公司洛阳分公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2027 年 12 月	中国石化塔河炼化有限责任公司	聚乙烯--乙烷裂解	50
2027 年 11 月	中国石化销售股份有限公司湖南岳阳石油分公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2027 年 11 月	广西华谊能源化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	20
2027 年 11 月	中国石油天然气股份有限公司兰州石化分公司	聚乙烯--石脑油裂解	14
2027 年 11 月	中国石油化工股份有限公司洛阳分公司	聚乙烯--石脑油裂解	35
2027 年 11 月	东明盛海化工新材料有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2027 年 10 月	中国石油化工股份有限公司洛阳分公司	聚乙烯--石脑油裂解	30
2027 年 9 月	中国石油化工股份有限公司洛阳分公司	聚乙烯--石脑油裂解	25
2027 年 9 月	中国石油天然气股份有限公司塔里木石化分公司	聚乙烯--石脑油裂解	30
2027 年 1 月	连云港石化有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	50
2027 年 1 月	山东裕龙石化有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	20
2027 年 1 月	中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	聚乙烯--石脑油裂解	30
2027 年合计			573
2026 年 12 月	中海壳牌石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	60
2026 年 12 月	内蒙古荣信化工有限公司	聚乙烯--MTO	40
2026 年 12 月	中煤陕西榆林能源化工有限公司	聚乙烯--CTO	30
2026 年 10 月	国能包头煤化工有限责任公司	聚乙烯--CTO	30
2026 年 10 月	中国石油天然气股份有限公司塔里木石化分公司	聚乙烯--石脑油裂解	45
2026 年 10 月	华锦阿美石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	30
2026 年 10 月	山东金诚石化集团有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	25
2026 年 10 月	浙江石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	10
2026 年 9 月	浙江石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	40
2026 年 9 月	华锦阿美石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	45
2026 年 8 月	华锦阿美石油化工有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	20
2026 年 8 月	山东裕龙石化有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	20
2026 年 7 月	福建中沙石化有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	100
2026 年 7 月	山东金诚石化集团有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	45
2026 年 1 月	山东裕龙石化有限公司	聚乙烯--石脑油裂解	30
2026 年合计			570

数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

表 7：2026-2028 年聚丙烯新增产能

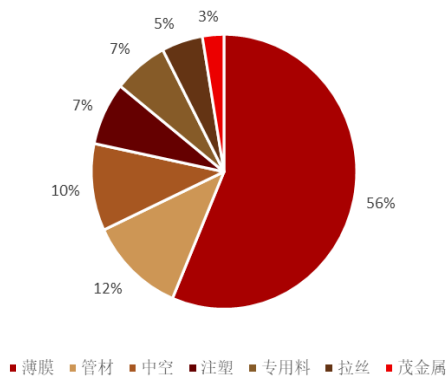
预计投产时间	企业	生产工艺	新增产能 (万吨)
2028 年 12 月	中海壳牌石油化工有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	40
2028 年 12 月	中国石化长城能源化工有限公司	聚丙烯粒料--MTO	25
2028 年 12 月	青海大美煤业股份有限公司	聚丙烯粒料--CTO	10
2028 年 12 月	四川省能源投资集团有限责任公司	聚丙烯粒料--PDH	30
2028 年 12 月	万华化学(蓬莱)有限公司	聚丙烯粒料--PDH	50
2028 年 11 月	中国石化长城能源化工有限公司	聚丙烯粒料--MTO	20
2028 年 6 月	中煤平朔集团有限公司	聚丙烯粒料--CTO	20
2028 年 6 月	中能源(广饶)石化发展有限公司	聚丙烯粒料--PDH	30
2028 年 6 月	新浦化学(泰兴)有限公司	聚丙烯粒料--PDH	40
2028 年合计			265
2027 年 12 月	利华益维远化学股份有限公司	聚丙烯粒料--PDH	20
2027 年 12 月	中国石油化工股份有限公司石家庄炼化分公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	50
2027 年 12 月	中国石化扬子石油化工有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	40
2027 年 12 月	宝来利安德巴赛尔石化有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	60
2027 年 11 月	江苏新海石化有限公司	聚丙烯粒料--PDH	30
2027 年 6 月	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	25
2027 年 6 月	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	聚丙烯粒料--CTO	50
2027 年 6 月	福建中沙石化有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	95
2027 年 4 月	国能包头煤化工有限责任公司	聚丙烯粒料--CTO	35
2027 年合计			405
2026 年 12 月	中煤陕西榆林能源化工有限公司	聚丙烯粒料--CTO	60
2026 年 12 月	中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	50
2026 年 12 月	华锦阿美石油化工有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	50
2026 年 12 月	中科(广东)炼化有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	70
2026 年 12 月	山东金诚石化集团有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	15
2026 年 12 月	中国石化塔河炼化有限责任公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	50
2026 年 12 月	福建古雷石化有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	95
2026 年 12 月	内蒙古荣信化工有限公司	聚丙烯粒料--CTO	40
2026 年 11 月	华锦阿美石油化工有限公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	50
2026 年 10 月	浙江圆锦新材料有限公司	聚丙烯粒料--PDH	60
2026 年 7 月	中国石油天然气股份有限公司塔里木石化分公司	聚丙烯粒料--石脑油裂解	45
2026 年合计			585

数据来源：百川盈孚，西南证券整理

从需求端来看，国内烯烃行业下游应用场景广阔、需求结构持续升级。聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）等核心烯烃产品已成为支撑现代制造业与消费升级的关键基础材料。根据百川盈孚数据，聚乙烯下游需求中，薄膜占比高达 56%，是主要需求，广泛覆盖包装、农膜、光伏封装等领域；其次为管材、中空制品等，对应建筑排水、家电注塑等刚性需求；专用料、拉丝、茂金属料等高端产品合计占比约 14%，随新能源汽车、医疗包装升级需求提升。聚丙烯需求则呈现多元化特征，拉丝、BOPP 占比靠前，覆盖编织袋、包装膜、汽车内饰等

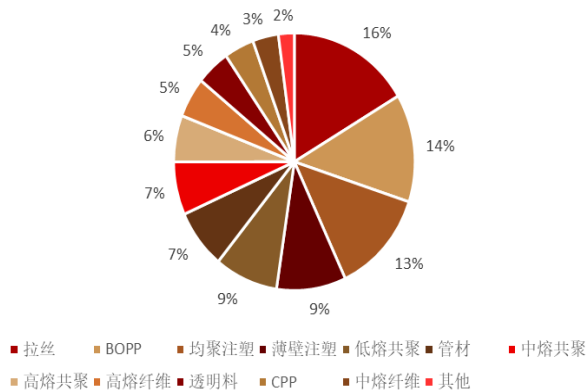
传统场景；同时在薄壁注塑、低熔共聚、透明料等下游亦有应用，对应家电轻量化、食品包装、医疗高透等新兴需求。

图 25：2025 年聚乙烯消费结构



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

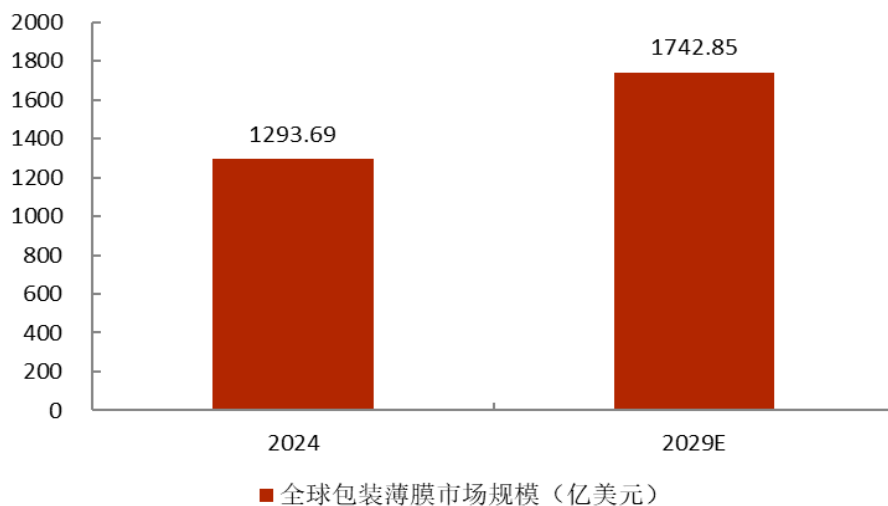
图 26：2025 年聚丙烯消费结构



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

全球包装薄膜市场规模保持稳定上行态势，消费升级、产业创新与可持续发展多重因素共同带动行业持续扩容。聚烯烃材料作为薄膜主流原料，需求获得长期刚性支撑。从材料结构来看，聚乙烯凭借柔韧、耐冲击、可回收、适配多层复合加工等综合优势，占据全球包装薄膜较高份额，是软包装领域不可替代原料；线性低密度、高密度聚乙烯分别适配拉伸膜、真空保鲜膜等细分场景，覆盖生鲜、物流、工业衬垫等多元需求。聚丙烯薄膜依托优异透明度与热封性能紧随其后，市场规模稳步提升，形成聚乙烯为主、聚丙烯补充的聚烯烃原料格局。根据贝哲斯咨询数据显示，2024 年全球包装薄膜市场规模为 1293.69 亿美元，2029 年其规模预计将增长到 1742.85 亿美元。

图 27：全球包装薄膜市场规模

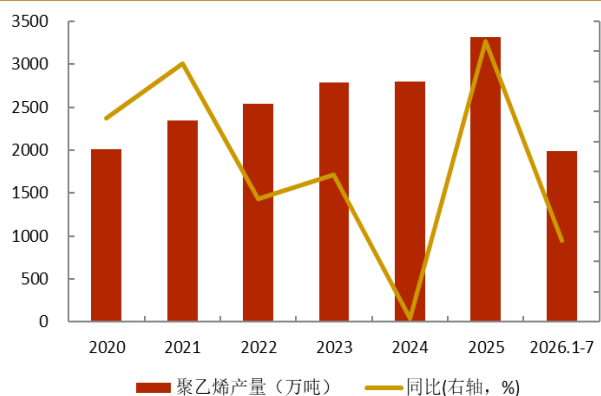


数据来源：贝哲斯咨询，西南证券整理

3.4 地缘风险冲击全球供应链，聚烯烃价格支撑强劲

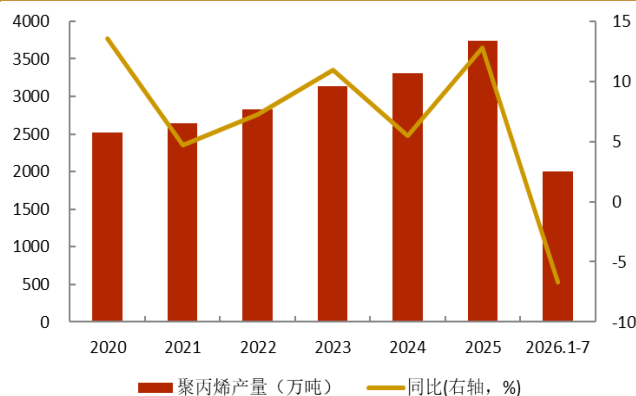
2025 年国内烯烃生产端运行稳定性较强，油制、煤制、轻烃裂解装置整体投产平稳。聚乙烯产能利用率常年处于中高位区间，供给释放能力充足；2026 年一季度开工节奏受季节性、库存压力影响，呈现波动特征。春节后聚烯烃装置复工，开工率回升。截至 2026 年 7 月，国内聚乙烯累计产量 1989.87 万吨，同比增长 5.4%，聚丙烯累计产量 2002 万吨，同比减少 6.7%。

图 28：聚乙烯产量



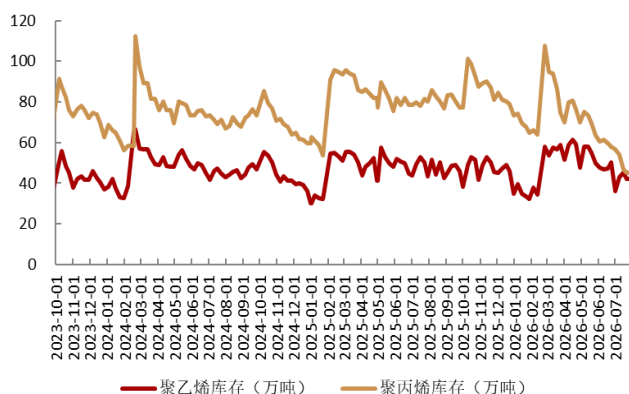
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 29：聚丙烯产量



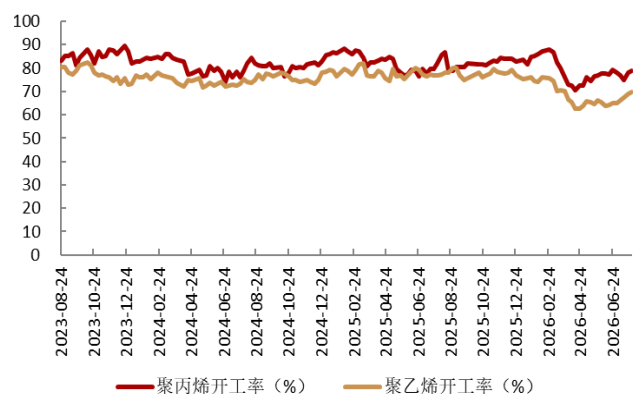
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 30：聚烯烃库存量



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

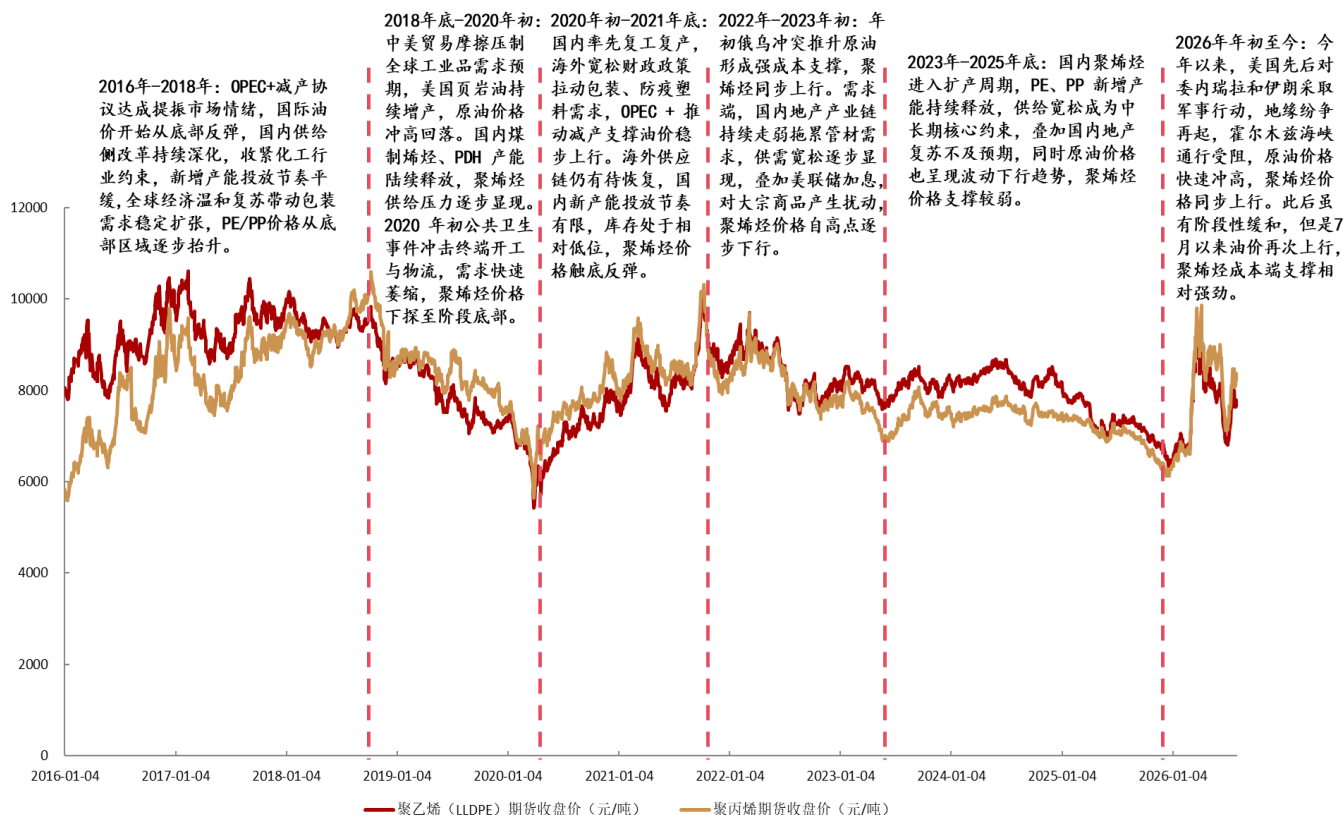
图 31：聚烯烃开工率



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

地缘扰动反复，油价预计高位震荡，看好一体化完善的企业业绩韧性。复盘近年来聚烯烃价格走势，主要受到原油价格以及供给端变化的影响。2025 年国内烯烃及下游聚烯烃因原料成本回落与新产能集中释放，价格整体呈下行走势。2025 年，烯烃上游原油、煤炭、进口丙烷等原材料价格波动下行，行业生产成本同比显著下降；叠加新产能投放规模较大，供需环境相对宽松，年内烯烃及下游聚烯烃价格整体呈现波动下行走势。进入 2026 年，中东局势、美伊冲突持续紧张推升原油价格中枢水平，带动烯烃及下游聚烯烃价格阶段性上升。随着我国聚烯烃自给率不断提升，未来仍需关注行业供给端释放节奏，以及海外产能的退出进展。

图 32：聚烯烃价格复盘



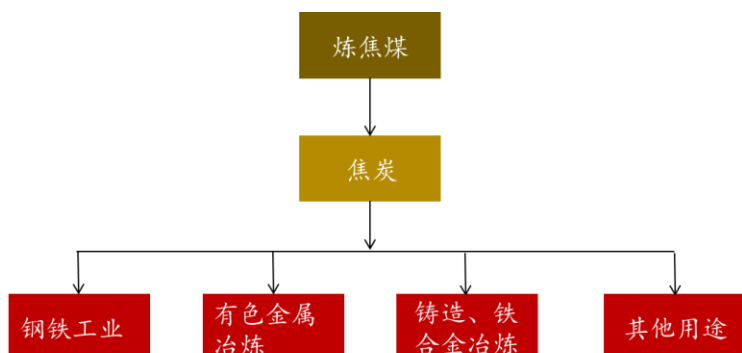
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

总体而言，我国烯烃行业整体正处于高质量发展与结构优化的关键阶段，在当前高油价背景下，煤制烯烃凭借资源禀赋与全产业链格局优化，成为保障国家能源化工安全、提升产业链自主可控的重要方向。石脑油制烯烃受原油成本与进口依赖双重压力，而煤制烯烃依托低成本煤炭与先进技术，成本优势显著，盈利稳定性突出；下游包装、汽车、新能源等领域需求韧性较强，高端化、差异化产品成为增长核心驱动力。宝丰能源作为煤制烯烃行业龙头，凭借规模化产能、全产业链协同与高端化布局，在行业市场中展现出强劲的抗风险能力与可观的未来盈利空间。

4 焦化板块：钢铁刚需支撑基本盘，绿色集约与一体化龙头优势凸显

煤焦化是以煤为原料，在隔绝空气条件下加热至 1000℃ 左右进行高温干馏，产出焦炭并副产煤气、煤焦油及各类化工产品的工艺。焦炭作为传统煤化工核心产品，可充当还原剂、能源与供炭剂，广泛应用于高炉炼铁、铸造、铁合金、有色金属冶炼，同时覆盖电石制备、煤气化、合成化工等领域。我国建成完备的焦化工业体系，行业规模、产量、工艺技术与运营管理水平位居全球前列，持续支撑钢铁、化工、有色冶炼、装备制造等国民经济重点产业发展。

图 33：焦炭产业链

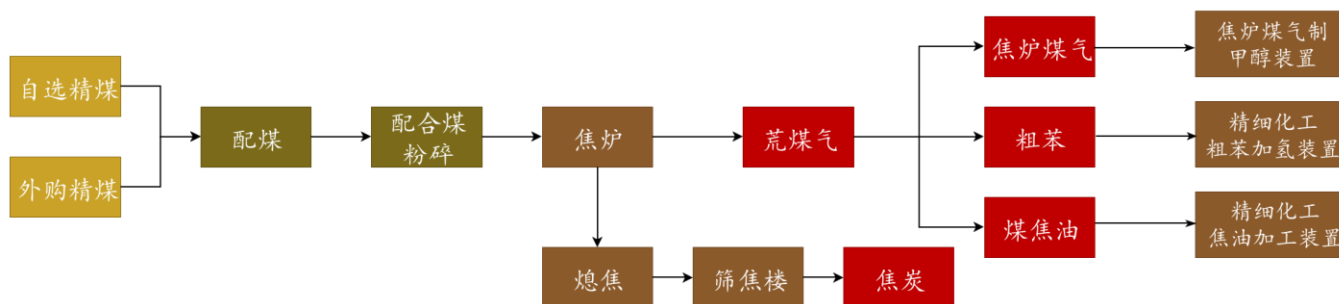


数据来源：百川盈孚，西南证券整理

焦化生产主要分为备煤、炼焦、化产回收等工序。备煤阶段，外购精煤与自洗精煤经过配煤、破碎、调湿处理后送入煤塔；炼焦阶段，煤塔输出的配合煤通过捣固成型送入焦炉，在炭化室内高温结焦成熟，产出的红焦经过熄焦、破碎、筛分，加工得到不同规格焦炭；化产回收阶段对炼焦副产焦炉煤气开展综合处理，通过冷鼓、电捕工序分离煤焦油，再依次经脱硫、硫回收装置产出硫磺，依托硫铵装置制取硫铵，通过洗脱苯装置分离粗苯，完成净化后的焦炉煤气进一步作为原料用于甲醇生产，实现副产资源充分利用。

图 34：焦炭生产工艺流程

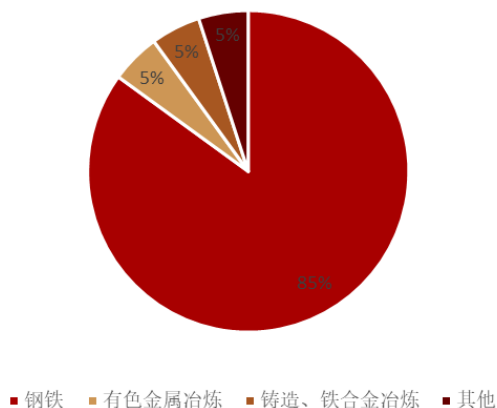
焦化产品生产工艺流程图



数据来源：宝丰能源年报，西南证券整理

从需求结构来看，焦炭消费高度集中于钢铁行业，2025 年钢铁消费占比达 85%，为主导需求；有色冶炼、化工等消费分别各占比 5%。随着高炉大型化与低能耗改造推进，高品质冶金焦需求占比持续提升，行业向绿色化、集约化转型的趋势明确，具备规模、成本与环保优势的龙头企业将持续受益。

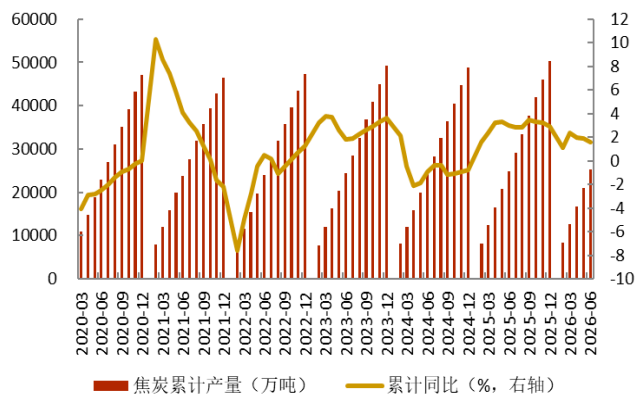
图 35：焦炭消费结构



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

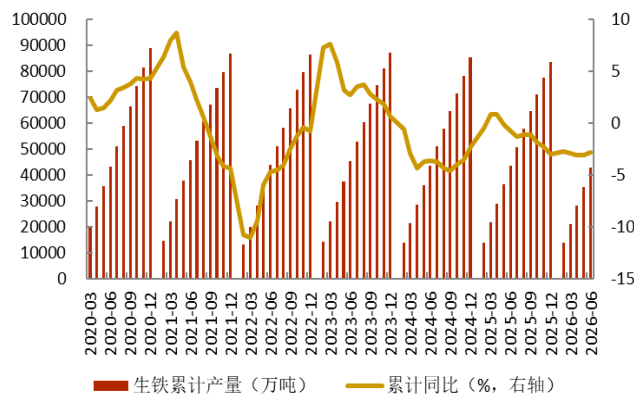
焦化供给韧性较强，供需格局支撑价格走势。2025 年，国内焦炭产量突破 5 亿吨，行业供给保持平稳。2026 年以来，焦炭产量延续稳步增长趋势，2026 年前 6 月累计产量为 2.5 亿吨，同比增长 1.6%。2026 年 Q2 随着天气转暖，行业传统季节性复工复产开启，钢厂与焦化企业生产负荷持续修复，焦化行业整体开工水平呈现稳步上行走势，上下游企业生产秩序全面恢复，叠加下游终端需求逐步回暖，钢厂和焦化产业链供需结构持续优化、整体向好。

图 36：我国焦炭产量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：我国生铁产量



数据来源：Wind，西南证券整理

受地方煤矿安全事故及六月安全生产专项督查影响，国内焦煤供给持续收紧、行业库存维持低位，原料价格强势拉涨，焦炭价格经历多轮提价。供需格局方面，原料供给阶段性收紧仅使焦化企业出现小幅被动限产，叠加多轮涨价落地后焦企盈利持续修复、生产积极性提升，行业整体开工水平保持稳定，焦炭整体供给相对平稳。需求端表现韧性十足，下游钢厂铁水产量维持高位，对焦炭形成刚性刚需，支撑市场持续偏强运行。伴随金九银十的临近，下游开工有望进一步提升，同时考虑到生产安全持续受到关注，焦炭供需结构有望转好。

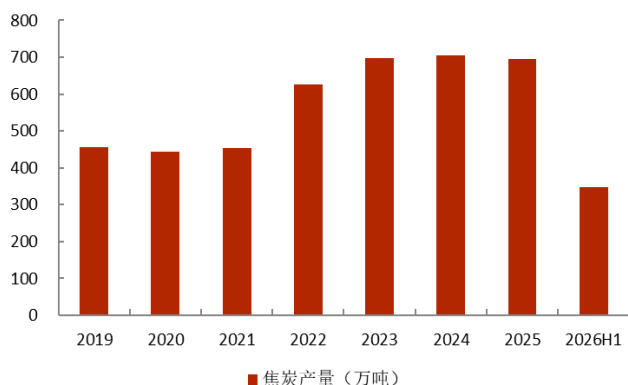
图 38：焦炭、焦煤价格



数据来源: Wind, 西南证券整理

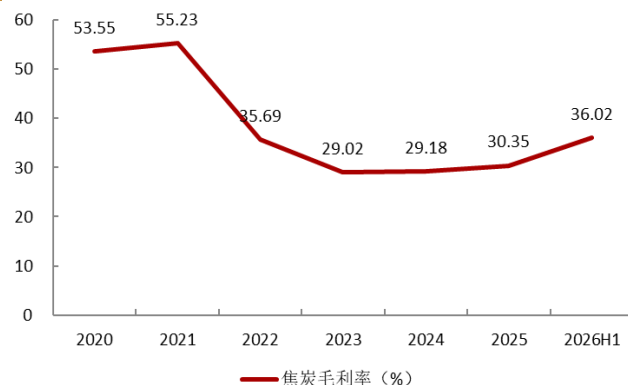
国内焦炭行业内主要企业的盈利水平存在显著分化，一体化龙头企业凭借成本与产业链优势拉开差距。公司焦炭板块产量平稳，2023-2025 年基本维持在 700 万吨左右。从焦炭业务毛利率数据来看，始终维持在较高水平，2026H1 又进一步提升至 36.02%。公司依托优质的自有煤炭资源优势，产业链协同效应持续凸显。目前公司坐拥四座自有煤矿，整体核定年产能达 910 万吨，产能布局清晰、梯队配置完善。其中马莲台煤矿、红四煤矿、四股泉煤矿三座煤矿已顺利投产运营，合计年产能 820 万吨，为公司化工、能源全产业链生产提供稳定、可靠的原材料供给保障；丁家梁煤矿为公司在建煤矿，设计年产能 90 万吨，投产后将进一步扩充公司自有煤炭产能规模，持续提升煤炭自给率与产业链抗风险能力。

图 39：公司焦炭产量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40：公司焦化板块毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

宝丰能源的焦炭业务盈利优势主要缘于三点：其一，公司坐拥宁夏、内蒙古优质煤炭基地，炼焦煤自给率高且开采成本低，直接压低焦炭核心原料成本；其二，聚焦煤焦全产业链协同，焦炉煤气全部回收并配套甲醇、烯烃装置，实现一体化循环生产，进一步摊薄焦炭业务的单位成本；其三，依托大型现代化焦炉与干熄焦工艺，生产效率高、能耗与环保成本控制优异，进一步巩固盈利空间。宝丰能源凭借闭环产业链与低成本优势，焦炭业务的盈利稳定性与行业竞争力均处于行业前列。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司依托宁东、内蒙基地一体化产能布局, 核心煤制烯烃、焦化及精细化工装置已进入产能释放期, 随着宁东四期项目陆续建成投产, 装置开工率与产能利用率将持续提升。同时煤制烯烃行业供需格局持续优化, 产品价格仍有修复空间。成本端, 公司依托全产业链一体化优势, 能够有效抵御煤炭等原材料价格波动带来的成本压力, 保障生产稳定性和盈利韧性。综合以上, 预计 2026-2028 年烯烃产品营业收入增长率分别为 17.00%、4.14%、3.45%; 营业收入分别为 440.00 亿元、458.20 亿元、474.00 亿元; 毛利率分别为 46%、46%、46%。

假设 2: 公司焦化业务聚焦于提质增效与成本优化, 随着焦炭价格企稳回升, 叠加公司成本管控持续加强, 焦化产品盈利能力有望改善。精细化工业务则围绕高附加值产品进行延伸, 依托现有烯烃产业链向下游拓展, 提升产品附加值与盈利水平。综合以上, 预计 2026-2028 年焦化产品营业收入增长率分别为 2.75%、2.73%、1.77%; 营业收入分别为 77.00 亿元、79.10 亿元、80.50 亿元; 毛利率分别为 30%、30%、30%。

表 8: 业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入 (亿元)	480.4	547.9	569.7	588.5
yoy	45.6%	14.0%	4.0%	3.3%
营业成本 (亿元)	307.8	315.9	328.4	339.2
毛利率	35.9%	42.3%	42.4%	42.4%
烯烃产品				
营业收入 (亿元)	376.06	440.00	458.20	474.00
yoy		17.00%	4.14%	3.45%
营业成本 (亿元)	232.55	237.60	247.43	255.96
毛利率	38.2%	46.0%	46.0%	46.0%
焦化产品				
营业收入 (亿元)	74.94	77.00	79.10	80.50
yoy		2.75%	2.73%	1.77%
营业成本 (亿元)	52.19	53.90	55.37	56.35
毛利率	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
营业收入 (亿元)	29.4	30.9	32.4	34.0
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (亿元)	23.1	24.4	25.6	26.9
毛利率	21.4%	21.0%	21.0%	21.0%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 1.74%; 市场组合报酬率参考沪深 300 指数 20 年平均收益率, 假设为 13.4%;
- 2) 债务资本成本, 参考中国贷款市场报价利率 (LPR): 1 年期 LPR 为 3.00%, 5 年期以上 LPR 为 3.50%, 假设债务资本成本为 3.50%;
- 3) 有效税率假设为 15%。

表 9: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	10
过渡期年数	5
过渡期增长率	2.00%
永续期增长率	1.00%
无风险利率 R_f	1.74%
市场组合报酬率 R_m	13.40%
无杠杆 β	0.40
有杠杆 β	0.44
债务资本比重 W_d	15.00%
债务资本成本 K_d	3.50%
有效税率 T_x	15.00%
股权资本成本 K_e	6.87%
无杠杆成本 K_u	6.40%
WACC	6.29%

数据来源: 西南证券

表 10: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值	3223.51
净债务价值	(180.36)
股票价值	3403.87
每股价值	46.42

数据来源: 西南证券

根据绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 46.42 元。考虑近期板块市场情绪较为活跃, 采用相对估值法更适合当下的市场投资环境, 故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

我们选取煤化工行业的3家公司“鲁西化工”、“华谊集团”、“华鲁恒升”进行对比。

鲁西化工：依托园区一体化循环模式，以煤化工为核心，耦合盐化工、氟硅化工延伸至聚碳酸酯、尼龙等化工新材料，是煤基原料向高端新材料转化的煤化工企业。

华鲁恒升：以洁净煤气化平台为根基，采用多业联产柔性运行模式，依托煤制合成气联产化肥、醋酸、有机胺与新能源新材料，成本与装置联产灵活性突出。

华谊集团：国内领先的洁净煤综合利用企业，煤化工归属于能源化工板块，依托多基地布局生产甲醇、醋酸等煤制基础化学品，配套轮胎、精细化工等多元业务协同发展。综合分析三家公司估值水平，2025年平均PE为23倍，根据wind一致预期，2026年平均PE为13倍。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000830	鲁西化工	11.11	0.48	0.96	1.19	1.37	23.34	11.61	9.32	8.11
600623	华谊集团	8.94	0.26	0.58	0.61	0.66	34.21	15.33	14.63	13.54
600426	华鲁恒升	18.91	1.56	1.75	2.02	2.28	12.11	10.78	9.35	8.29
平均值							23.22	12.57	11.10	9.98
600989	宝丰能源	22.36	1.55	2.22	2.36	2.51	14.45	10.07	9.47	8.90

数据来源：Wind，截至2026/10/13，鲁西化工、华谊集团、华鲁恒升数据来自Wind一致预期，西南证券整理

公司为国内煤制烯烃行业龙头，依托宁东能源基地构建了从煤炭开采到精细化工的一体化产业链，在成本控制、产能规模与产品质量方面均具备显著竞争优势。随着内蒙古300万吨/年煤制烯烃项目全面投产，公司2025年进入产能集中释放期，聚烯烃产能大幅扩张带动业绩实现高速增长。2026年伴随油价上行，聚烯烃价差走阔，公司业绩有望显著提升。同时地缘冲动对全球炼厂开工造成深远影响，聚烯烃市场仍有望维持偏紧格局，2027-2028年公司有望步入规模扩张后的稳健常态，盈利底盘扎实且仍保持正增长，现金流支撑强。估值随业绩增长持续消化，中长期盈利稳定性突出，当前估值具备较强安全边际。综合以上，预计未来三年归母净利润复合增长率为17.54%，给予2026年13倍PE，目标价28.86元，维持“买入”评级。

6 风险提示

烯烃产品销售不及预期的风险：全球经济增长放缓，需求疲弱，叠加贸易保护主义抬头，以及关税政策的扰动，不确定性因素显著增加。虽然烯烃需求相对刚性，但也会受到一定影响。

原材料成本上涨风险：公司主要原材料为煤炭，成本占比高，价格波动直接影响公司盈利水平。地缘冲突会冲击全球供应链与航运效率，导致大宗商品及原油价格剧烈波动，进而对公司成本产生影响。

行业政策与环保风险：化工及焦化行业受环保、安全生产等政策监管严格，若未来环保限产、能耗双控等政策进一步收紧，可能导致公司部分装置开工率受限，或需投入额外的环保改造支出，对生产经营造成不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	480.38	547.85	569.70	588.52	净利润	113.50	162.79	173.23	184.31
营业成本	307.84	315.87	328.39	339.18	折旧与摊销	30.46	42.07	43.38	44.31
营业税金及附加	4.92	5.48	5.70	5.89	财务费用	11.40	11.65	6.04	0.73
销售费用	1.24	1.66	1.74	1.70	资产减值损失	-0.68	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用 (含研发费用)	22.76	25.21	27.13	27.66	经营营运资本变动	-49.87	28.49	5.13	-12.65
财务费用	11.40	11.65	6.04	0.73	其他	63.70	-3.32	-3.30	-3.30
资产减值损失	-0.68	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	168.51	241.49	224.29	213.19
投资收益	3.58	3.50	3.50	3.50	资本支出	25.30	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-84.14	3.40	3.40	3.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.84	-6.60	-6.60	-6.60
营业利润	136.69	191.69	204.41	217.06	短期借款	-7.60	6.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.81	-5.11	-5.76	-5.90	长期借款	-20.21	0.10	0.10	0.10
利润总额	129.88	186.58	198.64	211.16	股权融资	0.24	0.00	0.00	0.00
所得税	16.38	23.79	25.41	26.85	支付股利	-50.91	-43.03	-59.63	-66.11
净利润	113.50	162.79	173.23	184.31	其他	-42.19	-39.54	14.51	-5.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-120.66	-76.48	-45.02	-71.14
归属母公司股东净利润	113.50	162.79	173.23	184.31	现金流量净额	-11.00	158.41	172.66	135.46
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13.45	171.86	344.52	479.98	成长能力				
应收和预付款项	13.59	18.63	19.33	19.34	销售收入增长率	45.64%	14.05%	3.99%	3.30%
存货	19.66	20.96	22.08	22.33	营业利润增长率	74.60%	40.24%	6.63%	6.19%
其他流动资产	1.03	0.03	0.03	0.03	净利润增长率	79.09%	43.43%	6.41%	6.40%
长期股权投资	1.68	1.68	1.68	1.68	EBITDA 增长率	66.05%	37.45%	3.43%	3.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	706.00	679.63	652.03	623.61	毛利率	35.92%	42.34%	42.36%	42.37%
无形资产和开发支出	60.46	54.79	49.02	43.16	三费率	7.37%	7.03%	6.13%	5.11%
其他非流动资产	85.65	85.72	85.80	85.87	净利率	23.63%	29.71%	30.41%	31.32%
资产总计	901.52	1033.29	1174.49	1276.00	ROE	23.46%	27.00%	24.17%	22.07%
短期借款	0.00	6.00	6.00	6.00	ROA	12.59%	15.75%	14.75%	14.44%
应付和预收款项	34.13	34.46	36.39	37.30	ROIC	20.34%	29.31%	33.02%	36.16%
长期借款	194.92	195.02	195.12	195.22	EBITDA/销售收入	37.17%	44.80%	44.55%	44.54%
其他负债	188.57	194.99	220.17	202.46	营运能力				
负债合计	417.63	430.47	457.68	440.97	总资产周转率	0.53	0.57	0.52	0.48
股本	73.33	73.33	73.33	73.33	固定资产周转率	0.89	0.84	0.89	0.95
资本公积	72.00	72.00	72.00	72.00	应收账款周转率	1661.49	1151.85	1006.84	1083.32
留存收益	346.41	466.17	579.77	697.97	存货周转率	17.37	15.53	15.25	15.27
归属母公司股东权益	483.90	602.83	716.80	835.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	483.90	602.83	716.80	835.03	资产负债率	46.32%	41.66%	38.97%	34.56%
负债和股东权益合计	901.52	1033.29	1174.49	1276.00	带息债务/总负债	46.67%	46.70%	43.94%	45.63%
					流动比率	0.30	1.23	1.94	2.86
					速动比率	0.18	1.11	1.83	2.74
					股利支付率	44.85%	26.43%	34.42%	35.87%
					每股指标				
					每股收益	1.55	2.22	2.36	2.51
					每股净资产	6.60	8.22	9.77	11.39
					每股经营现金	2.30	3.29	3.06	2.91
					每股股利	1.16	0.59	0.81	0.90
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	178.54	245.41	253.83	262.10					
PE	14.45	10.07	9.47	8.90					
PB	3.39	2.72	2.29	1.96					
PS	3.41	2.99	2.88	2.79					
EV/EBITDA	10.04	6.57	5.76	5.04					
股息率	3.10%	2.62%	3.64%	4.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周珏	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn