下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月 23 日

公司研究

成本优势筑底，煤制烯烃龙头有望穿越周期

——宝丰能源（600989.SH）投资价值分析报告

要点

公司系新型煤化工领军企业，核心业务聚焦烯烃板块。宝丰能源是国内领先、全球规模最大的煤制烯烃龙头企业。公司主营煤制烯烃、焦化、精细化工三大业务，并前瞻布局绿氢新能源，形成“传统煤化工+新能源”协同发展格局。截至 2025 年底，公司已形成 520 万吨烯烃、700 万吨焦炭、135 万吨精细化工产能，产能规模跃居国内煤制烯烃行业第一位，占全国总产能约 34%。2015-2025 年归母净利润 CAGR 达 22.3%，2025 年实现归母净利润 114 亿元，同比+79%，26H1 公司归母净利润为 97 亿元，同比+70%，业绩长期增长能力显著。

能源安全提升煤化工战略价值，高油价凸显煤制烯烃成本优势。我国“富煤贫油少气”的能源资源结构决定了发展煤化工行业的必要性，2025 年我国原油对外依存度达 73%，能源安全战略下现代煤化工战略价值凸显。政策层面，国家持续从严从紧控制现代煤化工产能规模，存量煤化工装置稀缺性日益凸显，未来有限的化工用煤指标将更集中于龙头企业。国内烯烃产能以油头路线为主导，乙烯产能中油头路线占比 77%，烯烃价格与油价呈现显著正向联动。截至 2026 年 9 月 15 日，煤制乙烯的理论日度利润为 1744 元/吨，较石脑油路线高出约 2700 元/吨；煤制丙烯的理论日度利润为 767 元/吨，是唯一实现理论盈利的丙烯工艺路线。高油价背景下，煤制烯烃路线的原料成本优势有望持续体现。

规模与成本护城河稳固，能源价格波动弹性与韧性并存。公司依托一体化循环经济产业链和持续迭代的技术工艺，实现了显著的降本增效，2025 年，公司聚烯烃吨均成本约为 4426 元/吨，显著低于同业。公司单吨烯烃综合成本优势持续巩固，吨投资水平显著低于行业平均。在煤价 600 元/吨、油价 80 美元/桶的中性条件下，公司烯烃单吨净利约 2300 元/吨；若油价从 80 美元/桶上涨至 100 美元/桶，烯烃业务年化净利润有望增厚约 38 亿元，高油价时期业绩弹性显著。即便在煤价涨至 900 元/吨的极端情形下，只要油价高于 55 美元/桶，公司烯烃业务仍可维持盈利。公司烯烃产能与产量增长构成其业绩穿越化工行业周期的核心驱动力，宁东四期、新疆等项目有望梯次推进，综合竞争力有望增强。

盈利预测、估值与评级：我们预计 26-28 年公司归母净利润分别为 174、187、190 亿元，分别同比增长 53.73%、7.28%、1.74%，对应的 EPS 分别为 2.38、2.55、2.60 元/股。考虑到 26Q4-27Q1 煤油价格有望同步走强，公司将适度受益，我们本期 26-28 年归母净利润预测较上次报告分别上调 6.6%、上调 6.4%、基本持平。公司是国内煤制烯烃龙头企业，持续聚焦产业协同和降本增效，未来成长空间广阔，维持“增持”评级。

风险提示：产品价格波动风险；原材料价格上涨风险；项目投产进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	32,983	48,038	58,169	61,882	62,798
营业收入增长率	13.21%	45.64%	21.09%	6.38%	1.48%
净利润（百万元）	6,338	11,350	17,449	18,720	19,045
净利润增长率	12.16%	79.09%	53.73%	7.28%	1.74%
EPS（元）	0.86	1.55	2.38	2.55	2.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.74%	23.46%	27.31%	24.75%	21.84%
P/E	27	15	10	9	9
P/B	4.0	3.5	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-09-22

增持（维持）

当前价：23.21 元

作者

分析师：赵乃迪
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

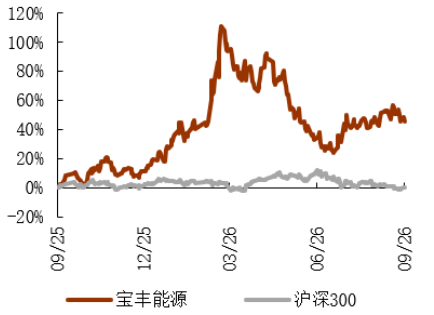
分析师：蔡嘉豪
执业证书编号：S0930523070003
021-52523800
caijiahao@ebscn.com

分析师：王礼沫
执业证书编号：S0930524040002
010-56513142
wanglimo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	73.33
总市值(亿元):	1,702.07
一年最低/最高(元):	16.31/36.49
近 3 月换手率:	3.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.3	17.8	42.9
绝对	-1.9	9.8	43.8

资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

关键假设

烯烃：26-28 年产能 570 万吨（宁东四期 26Q4 投产，新疆/内蒙二期不计），开工率 104%/113%/114%，产销量 595/643/650 万吨。

分产品：26 年 PE/PP/EVA 销量 289/280/26 万吨，27 年 301/292/50 万吨，28 年 304/295/50 万吨。26-28 年售价：PE 6900/6800/6800 元/吨，PP 7200/7100/7100 元/吨，EVA 8600/8500/8500 元/吨。毛利率 45.3%/44.8%/44.6%。

焦化：26-28 年产能产销 700 万吨，售价 1100/1120/1150 元/吨，毛利率 35%。精细化工营收年均增 5%，毛利率 30%；其他业务年均增 3%，毛利率 32%。

我们区别于市场的观点

市场认为煤制烯烃盈利受油价和煤价双重挤压，周期波动大。我们认为宝丰能源凭借显著低于同业的单吨投资和折旧成本，以及焦炉气副产甲醇等一体化优势，构筑了深厚成本护城河；高油价下煤制烯烃价差扩大，叠加产能梯次释放，公司有望穿越周期实现持续增长。

股价上涨的催化因素

油价中枢上行，煤价中枢下行；公司规划项目审批、建设节奏超预期；公司积极提升股东回报。

估值与投资建议

我们预计 26-28 年公司营业收入分别为 582、619、628 亿元，分别同比增长 21.1%、6.4%、1.5%，毛利率分别为 43.1%、42.7%、42.5%，归母净利润分别为 174、187、190 亿元，分别同比增长 53.73%、7.28%、1.74%，对应的 EPS 分别为 2.38、2.55、2.60 元/股。

截至 9 月 22 日，公司 26 年 PE 为 9.8 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，可比公司 26 年 PE 为 9.9 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，公司 PE 估值水平与可比公司平均值接近。根据 DCF 估值方法，我们得到公司每股价值为 30.66 元。公司持续聚焦产业协同和降本增效，未来成长空间广阔，有望享受更高估值溢价，我们维持对公司的“增持”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 新型煤化工领军企业，业绩长期增长能力显著 6
1.1 现代煤化工龙头，核心业务聚焦烯烃板块 6
1.2 业绩长期增长能力显著，现金流、分红优异 8
2、 能源安全战略下，煤制烯烃战略价值凸显 11
2.1 能源安全提升煤化工战略价值，政策约束利好龙头竞争力提升 11
2.2 煤制烯烃：高油价时期原料成本优势凸显 13
3、 成本护城河稳固，盈利弹性与韧性兼具 16
3.1 依托管理与技术迭代，深化成本领先优势 16
3.2 量增贡献穿越周期，新疆、内蒙二期蓄势待发 19
3.3 能源价格波动不改公司盈利韧性——公司盈利能力随煤油价格变化情况分析 20
4、 盈利预测、估值与评级 23
4.1 关键假设及盈利预测 23
4.2 相对估值 25
4.3 绝对估值 25
4.4 估值结论与投资评级 26
5、 风险分析 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：公司发展历程 6
图 2：公司股权结构 6
图 3：公司历年营收及同比 8
图 4：公司历年毛利润及同比 8
图 5：公司历年毛利率、净利率 8
图 6：公司历年归母净利润及同比 8
图 7：公司历年分业务收入（亿元） 9
图 8：26H1 公司分业务营收占比 9
图 9：公司历年分业务毛利润（亿元） 9
图 10：公司历年分业务毛利率（%） 9
图 11：公司历年资产负债率 10
图 12：公司历年有息负债率及净现金额（亿元） 10
图 13：公司历年经营现金流、净现金流（亿元） 10
图 14：公司历年资本开支及自由现金流（亿元） 10
图 15：公司历年每股股利、派息率 11
图 16：公司历年股息率 11
图 17：我国原油产量、消费量、进口依存度 11
图 18：我国天然气产量、消费量、进口依存度 11
图 19：煤化工产业与新能源绿氢、绿电耦合示意 13
图 20：单位热值煤油比价 14
图 21：2026 年 8 月我国不同工艺路线乙烯产能占比 14
图 22：我国乙烯产能分工艺预测（万吨） 14
图 23：2025 年我国不同工艺路线聚乙烯产能占比 15
图 24：2025 年我国不同工艺路线聚丙烯产能占比 15
图 25：聚乙烯、聚丙烯价格与油价走势 15
图 26：不同工艺路线乙烯理论日度利润（元/吨） 16
图 27：不同工艺路线丙烯理论日度利润（元/吨） 16
图 28：25 年宝丰能源聚烯烃价格、成本与同业对比（元/吨） 17
图 29：25 年宝丰能源聚烯烃成本与中国神华分项对比（元/吨） 17
图 30：公司焦炉气副产烯烃产品产业链示意图 18
图 31：公司历年单吨烯烃耗煤量与设计值对比 19
图 32：公司聚烯烃产能、产量与归母净利润 20
图 33：公司烯烃业务吨均毛利润与当期煤油比价 21
图 34：不同油价下的烯烃价格假设 21
图 35：公司烯烃业务年化净利润与布伦特油价 22
图 36：公司烯烃单吨净利与布伦特油价 22

下载日志已记录，仅供内部参考

表目录

表 1：公司董事长及高管团队介绍 6
表 2：宝丰能源主要生产基地、项目及产品产能情况 7
表 3：我国煤化工政策变迁 12
表 4：绿氢替代 20%、绿电替代 50%情境下煤制烯烃项目碳排放下降测算 13
表 5：典型煤头、油头、气头烯烃项目对比 14
表 6：相同产品成本下，油价和煤价对比情况 15
表 7：我国煤制烯烃行业主要项目及宝丰能源市场份额 16
表 8：公司副产焦炉气制甲醇对降本的贡献测算 18
表 9：几种甲醇制烯烃典型技术的指标对比 18
表 10：公司与典型煤制烯烃项目投资额对比 19
表 11：公司烯烃业务年化净利润（亿元）与煤价、油价的敏感性分析 22
表 12：公司烯烃业务单吨净利（元/吨）与煤价、油价的敏感性分析 22
表 13：公司分业务收入预测及相关假设 24
表 14：可比公司估值表 25
表 15：绝对估值核心假设表 25
表 16：现金流折现及估值表 26
表 17：敏感性分析表（元） 26

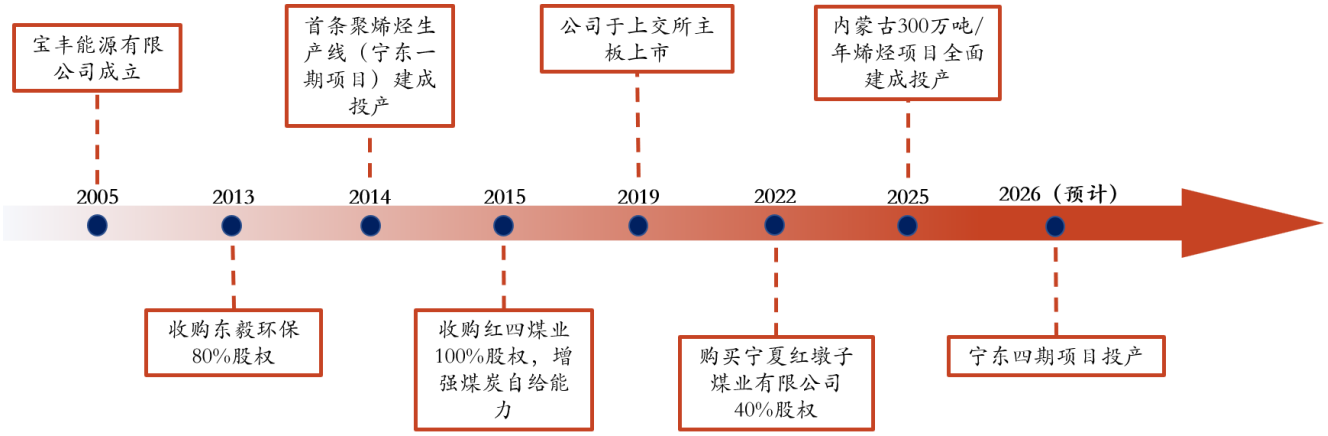
下载日志已记录，仅供内部参考

1、新型煤化工领军企业，业绩长期增长能力显著

1.1 现代煤化工龙头，核心业务聚焦烯烃板块

新型煤化工领军企业，助力保障国家能源安全。宁夏宝丰能源集团股份有限公司是高端化工材料绿色制造领军企业，公司成立于 2005 年，创立初期主要从事焦化等传统煤化工业务，生产焦炭、纯苯、沥青等产品，2013 年变更为股份公司，2014 年建成第一期烯烃项目，2019 年在上交所上市。公司应用全球领先的工艺、技术和装备，以煤替代石油、以新能源替代化石能源规模化生产聚烯烃，每年为国家实现 3000 万吨以上石油进口替代、近 600 万吨烯烃产品进口替代，积极保障国家能源安全。

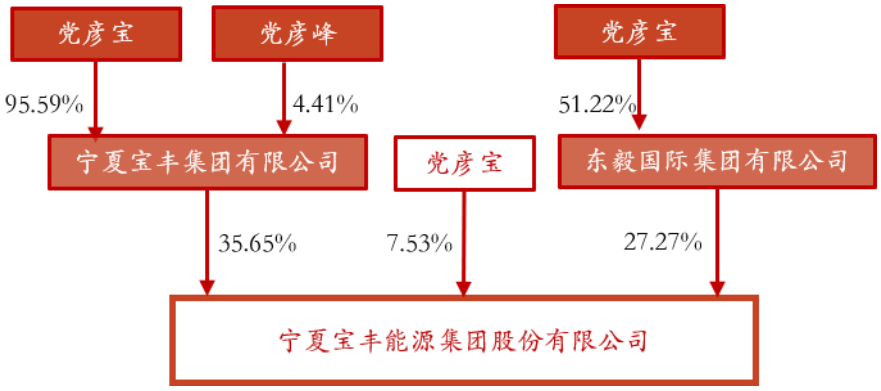
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司招股说明书等，光大证券研究所整理

截至 2026 年中报，公司董事长党彦宝直接或间接持有公司约 55.6%的股份，为公司实际控制人。公司股权集中，高管团队稳定，拥有多年煤炭、煤化工行业经验。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2026H1

表 1：公司董事长及高管团队介绍

姓名	职务	出生年份	介绍
党彦宝	董事长	1973	自 2005 年 11 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司董事长，自 2011 年至今任宁夏燕宝慈善基金会理事长，自 2012 年至今任宁夏宝丰集团有限公司董事长。现还兼任全国工商联执委、宁夏工商联副主席、宁夏回族自治区政府

下载日志已记录，仅供内部参考

			参事等职务。
刘元管	总裁	1966	2012 年 8 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司总裁。此前，刘元管先生还曾担任宁夏宝丰能源集团股份有限公司副总裁，宁夏富宁投资集团董事长、党委书记，神华宁夏煤业集团副总经理等职务。
高建军	常务副总裁	1975	2012 年 8 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司常务副总裁。此前，高建军先生还曾担任宁夏宝丰能源集团股份有限公司总工程师、副总裁，陕西延长石油集团生产计划处副处长，陕西延长石油集团榆林炼化公司总经理等职务。
王敏	副总裁	1968	2011 年 4 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司副总裁。此前，王敏先生还曾担任银川火车站运转主任、副站长等职务。
高宇	副总裁	1971	2025 年 3 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司副总裁，2019 年 12 月至 2025 年 3 月任宁夏宝丰能源集团股份有限公司副总裁兼财务总监。此前，高宇先生还曾担任中国石油炼油与化工分公司副总经济师、财务处处长等职务。
黄爱军	董事会秘书	1966	2017 年 4 月至今任宁夏宝丰能源集团股份有限公司董事会秘书。此前，黄爱军先生还曾担任平顶山天安煤业股份有限公司副总经理、董事会秘书兼证券综合处处长等职务。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

业务覆盖烯烃、焦炭、精细化工三大板块，以煤制烯烃业务为核心。公司主要业务包括：**（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。截至 2026H1，公司在宁东和鄂尔多斯国家能源基地建设了国内规模最大、产业链最完整、技术最先进的现代煤化工循环经济产业集群，产业链上下游紧密衔接、相互联动，形成年产 520 万吨聚烯烃、700 万吨焦炭、135 万吨精细化工等产能，实现了资源节约集约、清洁高效利用。

表 2：宝丰能源主要生产基地、项目及产品产能情况

业务板块	生产基地	项目	产品	现有产能（万吨/年）	在建或规划产能（万吨/年）	（预计）投产时间	备注
煤制烯烃	宁东基地	焦化废气综合利用制烯烃项目（宁东一期）	甲醇	180		2014	
			聚烯烃	60			
		焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目（宁东二期）	甲醇	220		2019	180 万吨原料，40 万吨外售
			聚烯烃	60		2020	
		50 万吨/年煤制烯烃项目（宁东三期）	甲醇	150		2023	
			聚烯烃	50			
			EVA	25		2024	包含在聚烯烃产能中
		C2-C5 及混合烃类增值利用项目（宁东三期）	聚烯烃	50		2023	
		第二套 50 万吨/年煤制烯烃项目（宁东四期）	甲醇		150		
			聚烯烃		50	2026E	
			EVA		25		包含在聚烯烃产能中
	内蒙基地	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（内蒙一期）	甲醇	约 740			包含煤制甲醇和绿醇
			聚烯烃	300		2025	260 万吨煤制烯烃+40 万吨绿氢耦合制烯烃
			绿氢	25 亿方/年			
		4×100 万吨/年煤制烯烃示范项目二期 140 万吨/年项目（内蒙二期）	聚烯烃		140		国家发改委审核中
	新疆基地	煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目（新疆项目）	聚烯烃		400		国家发改委审核中
焦化	宁东基地	马莲台煤矿	原煤	400		2006	
		四股泉煤矿		120		2017	
		红四煤矿		300		2021	
		丁家梁煤矿			90	2027E	
		洗煤厂	洗煤	1100			公司洗煤厂年入洗原煤能力大于自有煤矿产能，自有煤矿平均精煤洗出率为 50%-55%
		一期、二期项目	焦炭	400		上市前	

下载日志已记录，仅供内部参考

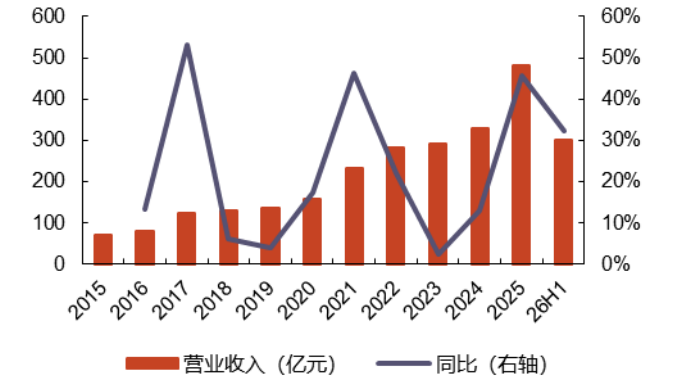
		300 万吨焦炭多联产项目	焦炭	300	2022
精细化工	宁东基地	煤焦油加工	酚、萘、蒽油、沥青等	40	截至 2022 年形成
		粗苯加氢	纯苯、甲苯、二甲苯、重苯等	12.5	
		C4 深加工和异构	MTBE、1-丁烯等	29	
		20 万吨/年苯乙烯项目	苯乙烯	20	2023
		10 万吨/年针状焦项目	针状焦	10	2023

资料来源：公司公告，上证 e 互动等，光大证券研究所整理 注：精细化工产能为不完全统计

1.2 业绩长期增长能力显著，现金流、分红优异

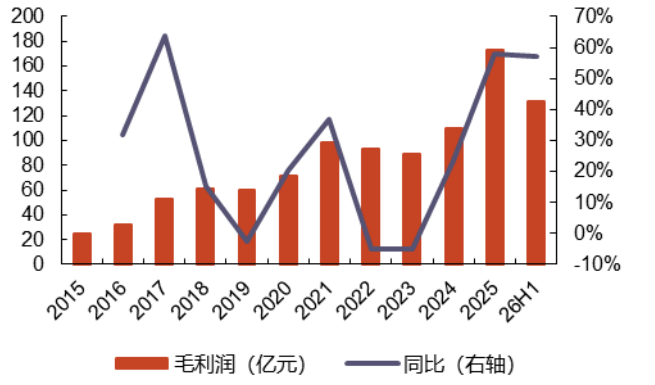
业绩长期增长能力显著，26H1 受益于下游产品价格上行。2014-2021 年，随着公司主营业务由焦炭向煤制烯烃转型，公司经营体量和盈利能力实现了跨越式提升。2021-2023 年，受制于原材料煤炭价格大幅上涨，以及聚烯烃景气度下行，公司盈利能力呈下降态势，但仍体现出较强韧性。2024-2025 年，公司宁东三期、内蒙一期陆续投产，烯烃产量的增长助力公司业绩大增，25 年实现归母净利润 114 亿元，同比+79%。2026H1，受中东地区地缘冲突持续发酵影响，全球主要化工原料石油、烷烃价格涨幅显著，推动下游烯烃产品市场价格整体上行，公司煤制烯烃产品盈利能力随之增强，26H1 公司归母净利润为 97 亿元，同比+70%。长周期来看，2015-2025 年公司归母净利润 CAGR 为 22.3%，业绩长期增长能力显著。

图 3：公司历年营收及同比



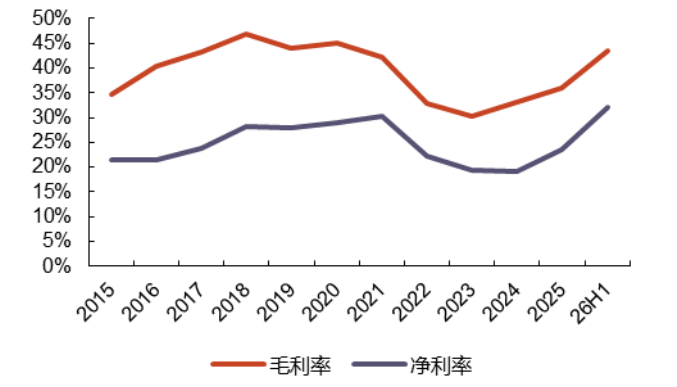
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：公司历年毛利润及同比



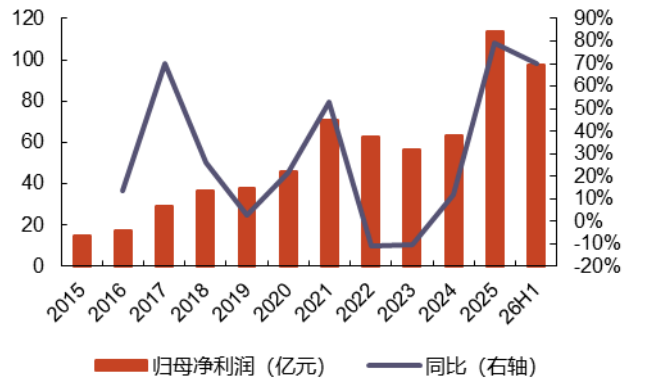
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：公司历年毛利率、净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：公司历年归母净利润及同比

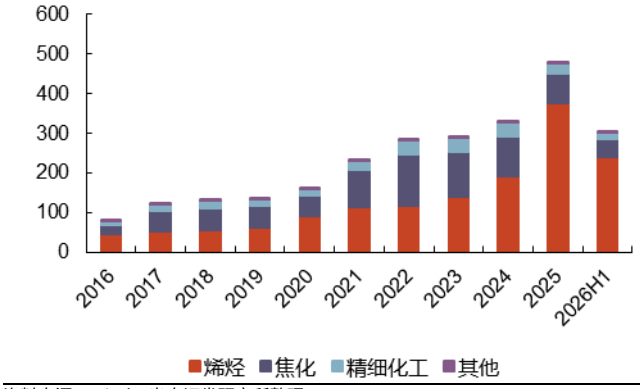


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

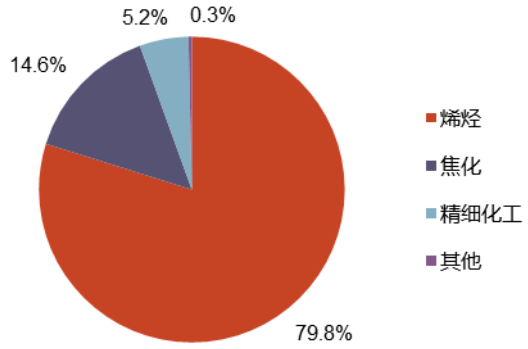
烯烃业务贡献营收利润主体，23 年以来烯烃毛利率回升。历史上公司焦化和烯烃占公司营收的比例接近，但 24-25 年随着公司烯烃产能大幅扩张，烯烃逐渐成为公司主要业务，贡献营收利润的主体，26H1 烯烃业务占公司营收的 79.8%和毛利润的 84.1%。公司烯烃业务的毛利率于 21-22 年下滑，主要受到高煤价和聚烯烃需求低迷影响，随着煤价回落和下游需求修复，23-25 年公司烯烃业务毛利率逐渐回升，26H1 毛利率为 45.88%。

图 7：公司历年分业务收入（亿元）



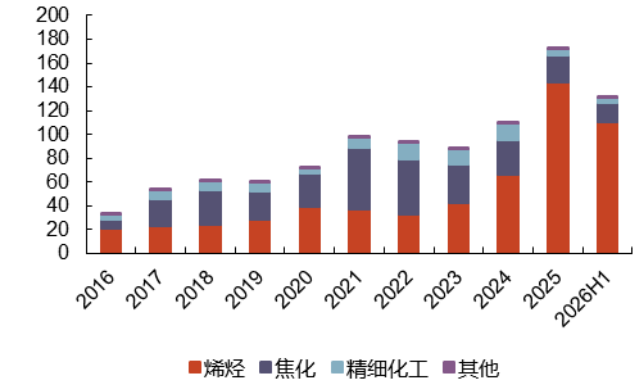
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：26H1 公司分业务营收占比



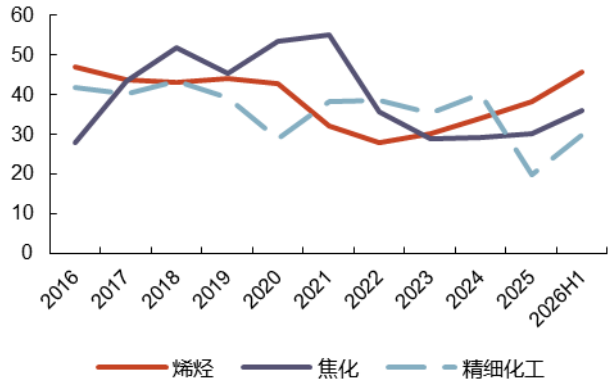
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：公司历年分业务毛利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：公司历年分业务毛利率（%）

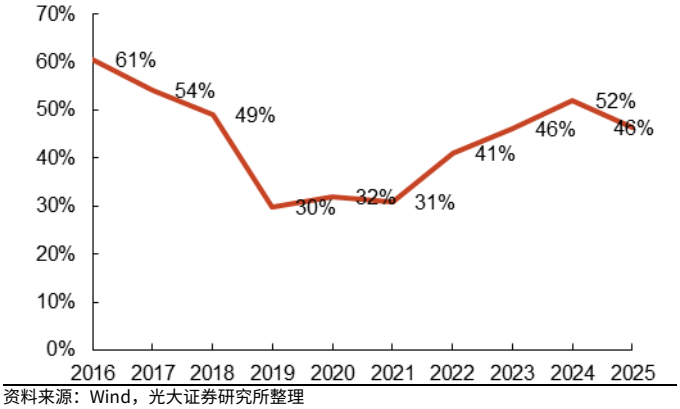


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

资产负债率长期呈下降趋势，有息负债、财务费用率有望得到管控。2016-2021 年，公司资产负债率长期呈下降趋势，从 2016 年的 61%降至 2021 年的 31%。2022 年以来，由于公司大型在建项目投入需要，公司资产负债率逐渐提升，2025 年为 46%，仍显著低于历史高点。2025 年公司有息负债率 33%，财务费用率 2.4%，系投产高峰期正常现象，随着公司新建产能逐渐平稳运行，负债率和财务费用率有望得到管控。

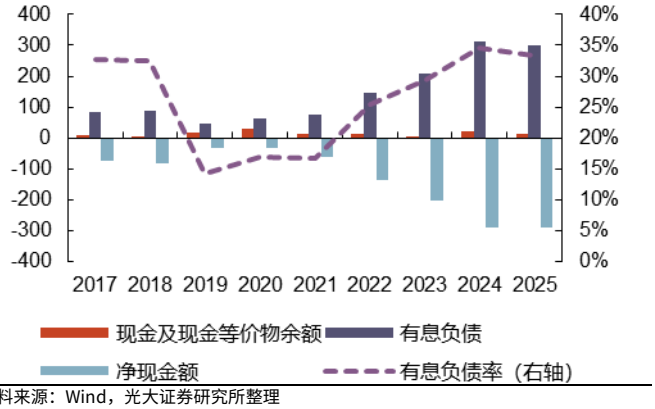
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：公司历年资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

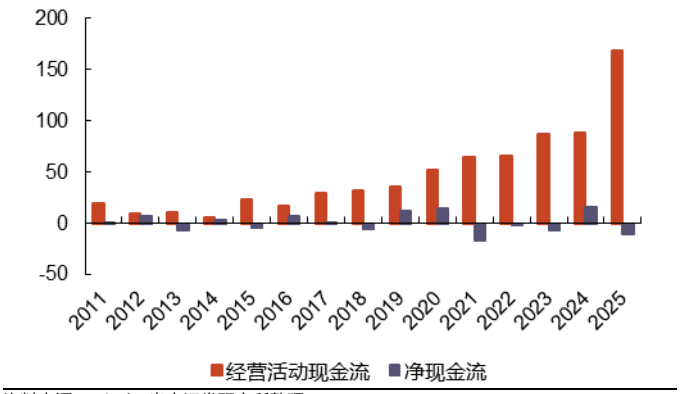
图 12：公司历年有息负债率及净现金额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

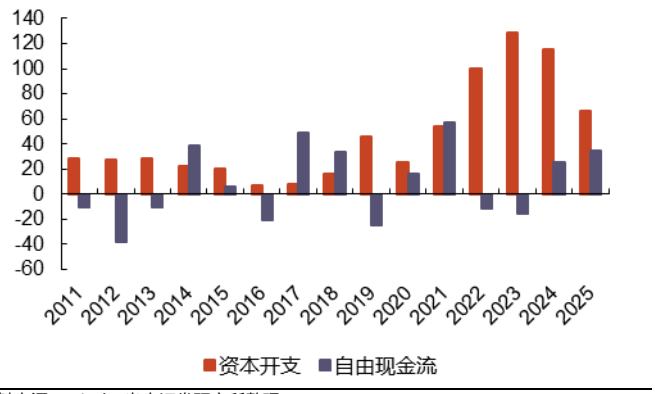
经营现金流快速提升，资本开支下降助力自由现金流回升。2021-2025 年，公司经营现金流随烯烃产品销售规模增长而快速增长，25 年经营现金流规模为 169 亿元，现金流与归母净利润匹配度较强。2022-2023 年公司维持高资本开支，使得自由现金流承压，24-25 年公司逐渐降低资本开支，驱动自由现金流不断提升，至 25 年回升至 34 亿元。

图 13：公司历年经营现金流、净现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：公司历年资本开支及自由现金流（亿元）

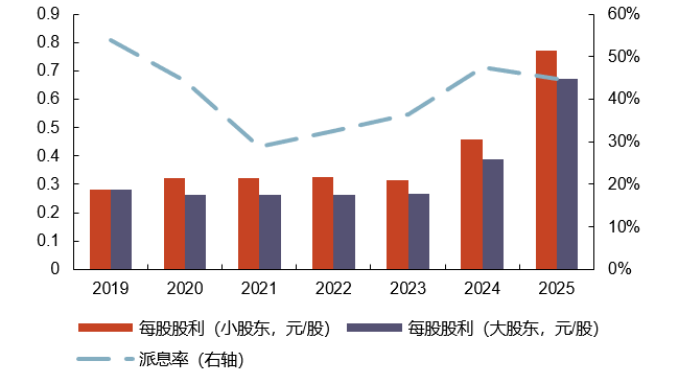


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

差异化分红保障小股东利益，派息率持续提升。公司通过差异化分红抵消大额慈善捐赠对小股东利益的影响。2025 年，公司末期分红总额为 30.55 亿元，由于公司向宁夏燕宝慈善基金会捐赠 6 亿元，对公司净利润的税后影响为减少 5.24 亿元，按照小股东持股比例，大股东向小股东的补偿额为 1.52 亿元，以此计算得出 25 年大股东末期每股股利为 0.3906 元/股，小股东为 0.4921 元/股。派息率方面，2021-2023 年，受公司宁东三期、内蒙一期等大额投资计划影响，公司派息率较 2019 年有所下降，24-25 年恢复到 2020 年水平附近。随着公司大型项目投产接近尾声，公司派息率有望持续提升。

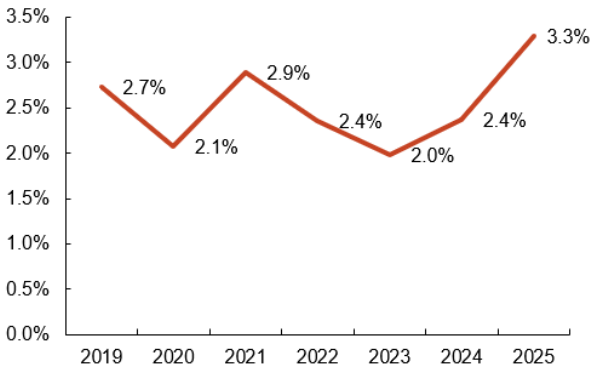
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：公司历年每股股利、派息率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：公司历年股息率



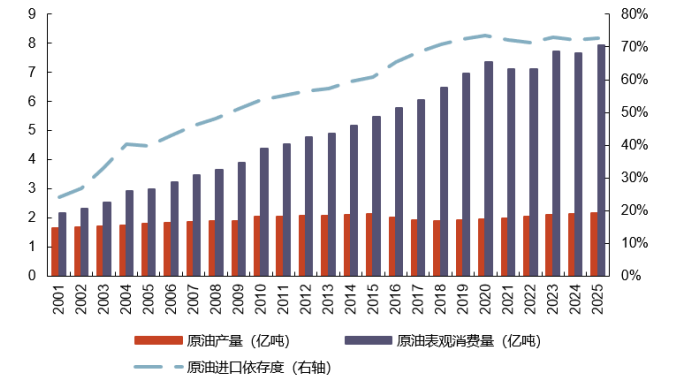
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：股息率 = 当年每股股利/当年年底收盘价；每股股利口径为小股东分红

2、 能源安全战略下，煤制烯烃战略价值凸显

2.1 能源安全提升煤化工战略价值，政策约束利好龙头竞争力提升

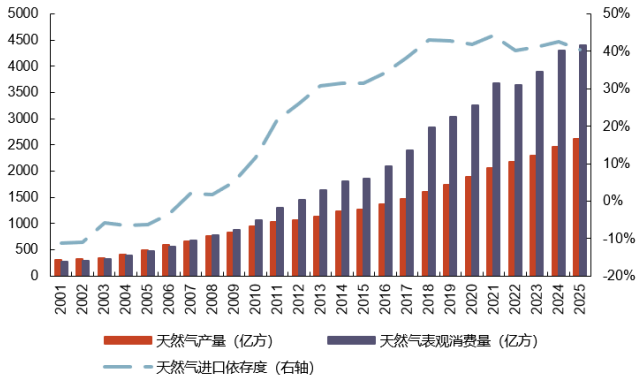
“富煤贫油少气”的能源国情决定我国发展煤化工行业的必要性。石油、煤炭和天然气是重要基础能源，2025 年，我国原油对外依存度为 73%、天然气对外依存度为 40%。近年来全球地缘冲突频发，油气供应链安全受到严峻挑战。在外部环境不确定性加剧的背景下，保障能源安全已成为国家战略的重中之重。结合我国“富煤贫油少气”的能源资源结构特点，中长期内坚持走煤炭清洁高效利用发展道路是必然趋势。其中，现代煤化工可提升我国对国际油气价格波动的抵御能力，为我国能源及化工战略资源安全提供了一条具有中国特色的现实路线。

图 17：我国原油产量、消费量、进口依存度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：我国天然气产量、消费量、进口依存度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

煤化工节能降碳约束持续收紧，鼓励龙头存量优化。我国煤化工项目受政策影响较大，2004-2021 年煤化工产业经历了“摸索-鼓励-限制-规范-重启”的发展阶段。“十四五”期间，煤化工政策聚焦于控制总量和低碳发展，2023 年《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》提出，从严从紧控制现代煤化工产能规

下载日志已记录，仅供内部参考

模和新增煤炭消费量，每个示范区“十三五”期间 2000 万吨新增煤炭转化总量不再延续。2025 年《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》提出，加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。随着国家持续提升发电供热用煤保供优先级，持续严控煤化工产能扩张，存量现代煤化工装置稀缺性将愈发凸显，我们认为在此背景下，未来有限的化工用煤指标将更集中在龙头企业，煤化工龙头企业有望持续提升市占率和盈利能力。

表 3：我国煤化工政策变迁

阶段	时间	相关政策	重点内容
起步摸索	2004 之前	《中国洁净煤技术“九五”计划和 2010 年发展纲要》	确定了煤炭加工、煤炭转化、煤炭燃烧、污染控制四大领域 14 个重点发展方向，开辟了我国现代煤化工跨越发展的新纪元。
鼓励引导	2004-2005	《能源发展中长期规划纲要（2004-2020）》	坚持煤基替代、生物质替代和交通替代并举的方针，科学发展石油替代。稳妥实施煤制油、煤制气示范工程。按照清洁高效、量水而行、科学布局、突出示范、自主创新的原则，以新疆、内蒙古、陕西、山西等地为重点，稳妥推进煤制油、煤制气技术研发和产业化升级示范工程。
		《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》	鼓励大型煤炭企业与冶金、化工、建材、交通运输企业联营。火力发电、煤焦化工、建材等产业发展布局，要优先安排依托煤炭矿区的项目，促进能源及相关产业布局的优化和煤炭产业与下游产业协调发展。
控制调整	2006-2009	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	要严格执行煤化工产业政策，遏制传统煤化工盲目发展，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。禁止建设不符合《焦化行业准入条件（2008 年修订）》和《电石行业准入条件（2007 年修订）》的焦化、电石项目。稳步开展现代煤化工示范工程建设，今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。
		《石化产业调整和振兴规划》	今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程，探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。
规范布局	2010-2016	《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》	要求严格产业准入要求、规范项目审批程序、强化要素资源配置、统筹规划试点示范、做好项目监督评价、落实相关管理责任。再次强调禁止建设年产 20 亿立方米及以下规模的煤制天然气项目和年产 100 万吨及以下规模的煤制油项目。严禁在煤炭净调入省发展煤制油（气）；没有列入国家示范的项目，各地禁止擅自违规立项建设。
		《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	适度发展现代煤化工产业。在满足最严格的环保要求 和保障水资源供应的前提下，统一规划，合理布局，统筹推进现代煤化高标准、高水平发展。
		《煤炭清洁高效利 用行动计划（2015-2020 年）》	行动计划提出了煤炭清洁高效利用目标和七个方面的重点任务。在煤化工方面，《计划》提出了改造提升传统煤化工产业、稳步推进现代煤化工产业发展的任务。
重启推进	2016-2021	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	支持煤炭与煤化工企业兼并重组。鼓励煤炭与煤化工企业根据市场需要出发实施兼并重组，有序发展现代煤化工，促进煤炭就地转化，发展高科技含量、高附加值产品。实现煤炭原料上下游产业的有机融合，增强产业相互带动作用。
		《能源发展"十三五"规划》	明确煤炭深加工建设重点，重点规划煤制油、煤制天然气建设项目及重点开发区域，推动现代煤化工产业创新发展。同时，国家同意给予煤制油示范项目消费税免征 5 年的优惠政策。
		《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》	立足资源条件，依靠科技进步，加强统筹规划，优化产业布局，科学有序发展现代煤化工产业，推动煤炭由单一燃料向燃料与原料并重转变，促进现代煤化工产业高质量发展。
严控增量、鼓励转型	2022-2025	《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2022 年版）》	对新建煤炭利用项目，应对照煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平建设实施，推动清洁高效利用水平应提尽提，力争全面达到标杆水平。对清洁高效利用水平低于基准水平的存量项目，引导企业有序开展煤炭清洁高效利用改造，加快推动企业减污降碳，坚决依法依规淘汰落后产能、落后工艺。加大财政资金支持力度，重点向实施标杆水平改造的企业进行倾斜，培育煤炭清洁高效利用领军企业。
		《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量，每个示范区“十三五”期间 2000 万吨新增煤炭转化总量不再延续。鼓励新建现代煤化工项目承担相应的技术创新示范升级任务，实施重大技术装备攻关工程，加快产业技术优化升级，推进原始创新和集成创新。加快绿色低碳技术装备推广应用，引导现有现代煤化工企业实施节能、降碳、节水、减污改造升级。
		《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。现代煤化工领域重点依托煤水资源相对丰富、环境容量较好地区，适度布局煤制油气、煤制化学品项目，开展煤化工与新能源耦合、先进材料、技术装备、工业操作系统等产业化应用示范，以及二氧化碳捕集、利用及封存工程示范。

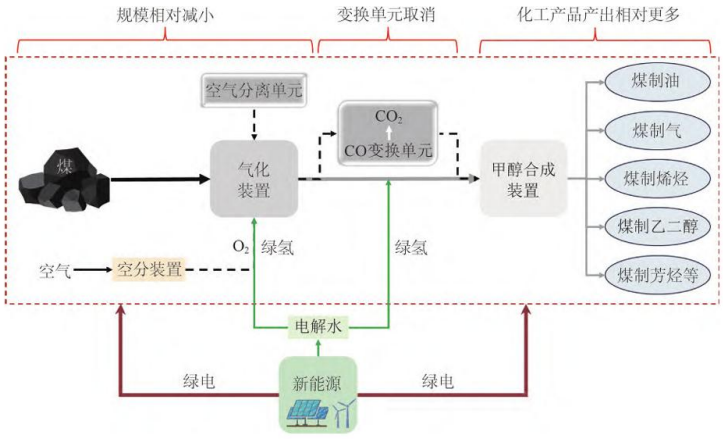
资料来源：国家发改委、中国政府网等，光大证券研究所整理

新能源耦合前景广阔，助力现代煤化工产业低碳发展。从化学角度分析， 煤炭与主要煤化工产品主要区别是其“缺氢富碳”。要实现煤炭原料属性的最大价值利用，在合成过程中需要额外补充足够的 H_2，而在实际生产过程中出于成本考虑，往往通过水煤气变换反应调整碳氢比，意味着煤炭中多余的碳会以 CO_2 的形式排放。新能源产业通过绿电电解水制备的绿氢和绿氧能直接无缝衔接到煤化工产业气化炉和煤化工产品合成环节，从而在提升煤化工原料利用效率的同时降低碳排放。根据赵阳等《煤化工与新能源耦合绿色低碳发展路径研究》对新疆

下载日志已记录，仅供内部参考

某地煤化工产业园区进行的模拟计算，若绿氢替代 20%、绿电替代 50%，煤制甲醇、煤制油等主要煤化工装置的单位产品碳排放量均出现显著下降。

图 19：煤化工产业与新能源绿氢、绿电耦合示意



资料来源：《煤化工与新能源耦合绿色低碳发展路径研究》（赵阳等）

表 4：绿氢替代 20%、绿电替代 50%情境下煤制烯烃项目碳排放下降测算

项目名称	单位产品碳排放量（吨 CO_2/吨产品）		说明
	绿氢、绿电替代前	绿氢、绿电替代后	
400 万吨/年煤制甲醇	3.2	2.1	项目氢气总需求量为 50 万吨
200 万吨/年煤制油	6.4	4.2	项目氢气总需求量为 57 万吨，绿氢可替代量约占氢气总需求量的 55%
60 亿方/年（432 万吨/年）煤制气	6.7	5.1	项目氢气总需求量为 162 万吨
200 万吨/年煤制烯烃	10.8	6.4	项目氢气总需求量为 57 万吨，绿氢可替代量约占氢气总需求量的 55%
120 万吨/年煤制乙二醇	5.1	3	项目氢气总需求量为 15.5 万吨，绿氢可替代量约占氢气总需求量的 55%

资料来源：《煤化工与新能源耦合绿色低碳发展路径研究》（赵阳等），光大证券研究所整理

2.2 煤制烯烃：高油价时期原料成本优势凸显

相较油头路线，煤制烯烃具备原料成本优势，但吨折旧和能耗更高。我们选取三个典型的烯烃项目进行对比，项目均由央企集团投建，工艺路线分别为项目 A 石脑油裂解制乙烯、项目 B 煤制烯烃+绿氢耦合、项目 C 乙烷制乙烯。

（1）原料消耗方面，项目 A 单吨乙烯产品消耗约 3 吨石脑油，项目 B 单吨烯烃产品消耗约 3.75 吨煤，项目 C 单吨乙烯消耗约 2.1 吨乙烷。考虑到项目 C 乙烷主要来自油田副产，成本极低，且当前单位热值煤油比价仅为 0.3 左右，我们认为乙烷路线拥有最低原料成本，且煤制烯烃路线的原料成本显著优于石脑油路线。此外，绿氢耦合有助于提升原料煤的利用率，进一步强化了煤制烯烃的原料成本优势。

（2）投资额方面，项目 A 单吨投资额约 2.9 万元，项目 B 单吨投资额为 3.7 万元，项目 C 单吨投资额为 2.1 万元。可以看出煤制烯烃路线的单吨投资额显著高于石脑油路线和乙烷路线，带来产品单吨折旧额压力，主要是煤制烯烃路线较为复杂所致。若按折旧 20 年计算，则项目 B 产品单吨折旧额较项目 A 高约 400 元，较项目 C 高约 800 元。

（3）能耗方面，参考类似项目能耗水平，石脑油和乙烷路线的单吨产品能耗约为 800 千克标准煤，而煤制烯烃路线的单吨产品能耗约为 2500 千克标准煤，煤制烯烃的能耗相较石脑油和乙烷路线处于劣势。

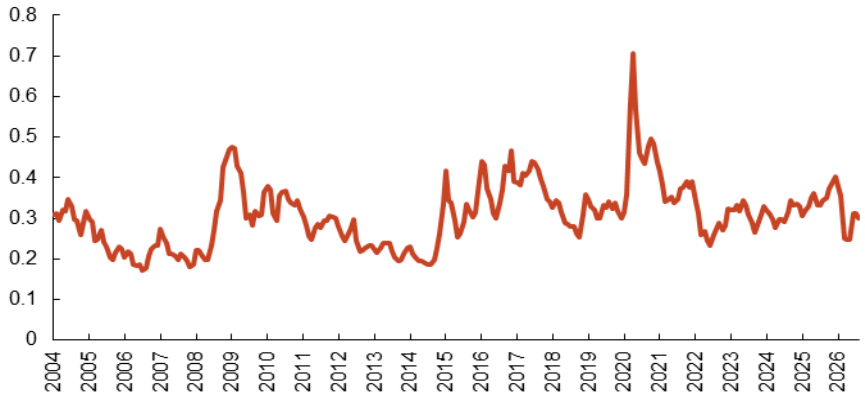
下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：典型煤头、油头、气头烯烃项目对比

	项目 A：100 万吨/年乙烯项目	项目 B：80 万吨/年煤制烯烃项目	项目 C：120 万吨/年乙烷制乙烯项目
主要产品	100 万吨乙烯及下游产品	40 万吨聚乙烯、35 万吨聚丙烯、5 万吨超高分子量聚烯烃	120 万吨乙烯及下游产品
主要原料	乙烯裂解原料（石脑油为主）	煤炭、电解水制氢	轻烃（乙烷为主）
主原料消耗量	约 300 万吨	约 300 万吨（折甲醇 220 万吨）	约 250 万吨
主原料单耗（吨）	3	3.75	2.1
总投资额（亿元）	286.2	297.8	256.6
单吨投资额（万元/吨）	2.9	3.7	2.1
吨产品综合能耗（千克标准煤）	约 800	约 2500	约 800

资料来源：各项目环评报告书，光大证券研究所整理 注：能耗参考类似项目水平

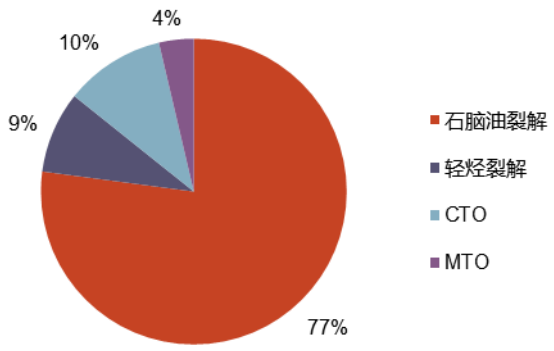
图 20：单位热值煤油比价



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2026-08 注：按照布伦特原油单位热值 1 万大卡、秦皇岛动力煤单位热值 5500 大卡计算

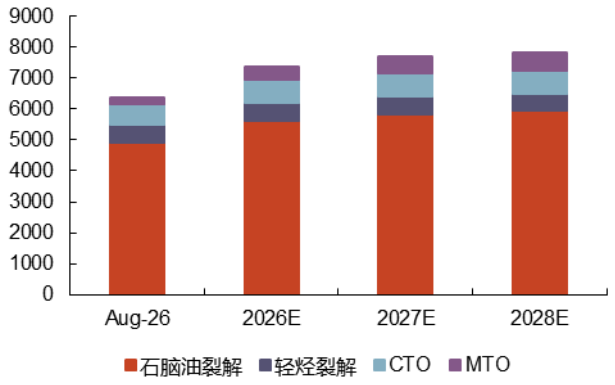
我国烯烃产能以油头路线为主，烯烃价格与油价呈现强相关性。我国烯烃产能以油头路线为主导，截至 2026 年 8 月，国内乙烯产能中油头路线占比约 77%，2025 年我国聚乙烯产能中油头路线约占 64%，26-28 年乙烯新增产能仍以油头路线为主。油头烯烃以石脑油为原料，原油价格变动经由石脑油价格直接传导至烯烃生产成本端。当原油价格上行时，石脑油裂解成本随之抬升，推动乙烯、丙烯及下游聚烯烃产品价格同步上涨。从历史数据看，国内聚乙烯和聚丙烯价格与布伦特原油价格之间存在显著的正向联动关系。

图 21：2026 年 8 月我国不同工艺路线乙烯产能占比



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

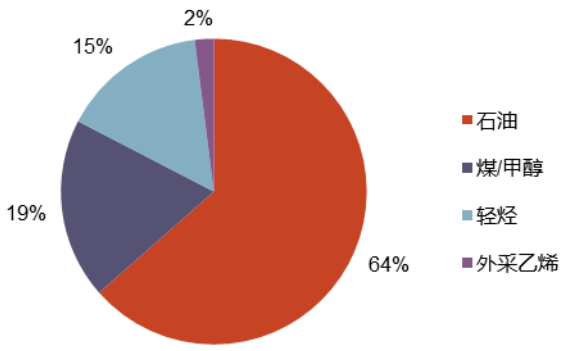
图 22：我国乙烯产能分工艺预测（万吨）



资料来源：百川盈孚预测，光大证券研究所整理

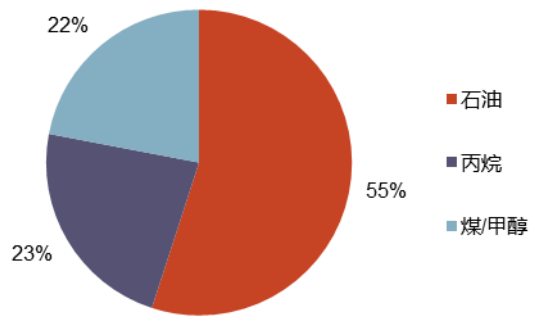
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：2025 年我国不同工艺路线聚乙烯产能占比



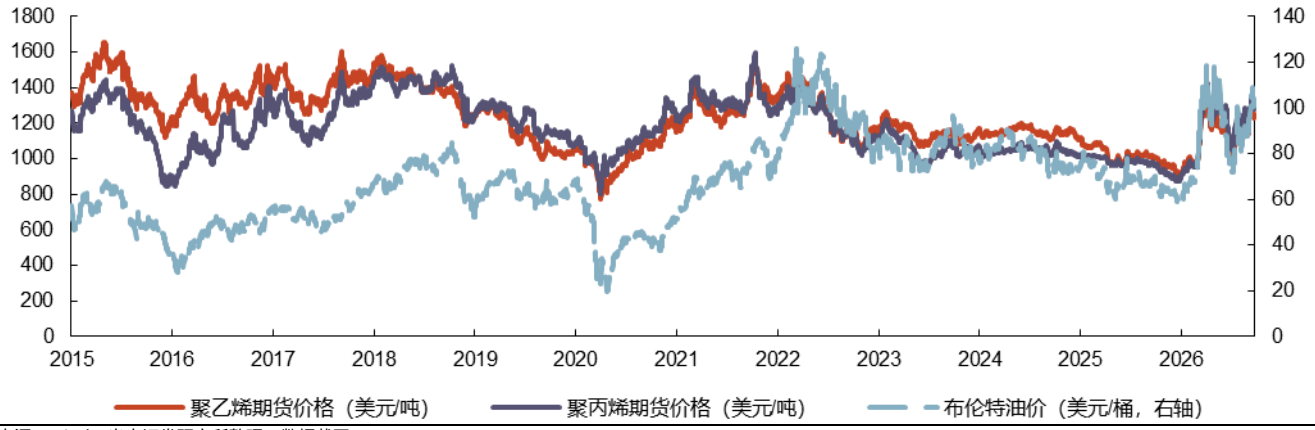
资料来源：金联创，公司公告，光大证券研究所整理

图 24：2025 年我国不同工艺路线聚丙烯产能占比



资料来源：金联创，公司公告，光大证券研究所整理

图 25：聚乙烯、聚丙烯价格与油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2026-09-21

煤制烯烃路线赚取煤油价差，高油价背景下盈利能力体现。2022 年以来，全球进入高油价时代，油头路线化工品成本上行，行业盈利空间被压缩，煤化工路线则具备一定的成本优势。目前，我国生产乙烯、丙烯的起始原料主要是石油，因此烯烃主要由油头定价。根据项东的《煤制烯烃过程技术经济分析与生命周期评价》，当石油价格为 80 美元/桶时，产品成本约为 7300 元/吨，煤价只需低于 820 元/吨，便可在成本端低于石油路线。结合煤油比价可以看出，在油价高企背景下，煤制烯烃具有较大的成本优势。

表 6：相同产品成本下，油价和煤价对比情况

石油价格（美元/桶）	煤竞争价格（元/吨）	产品成本（元/吨）
50	290	5000
60	480	5800
70	650	6500
80	820	7300
90	990	8000
100	1140	8600
110	1290	9300
120	1440	9900
130	1570	10400

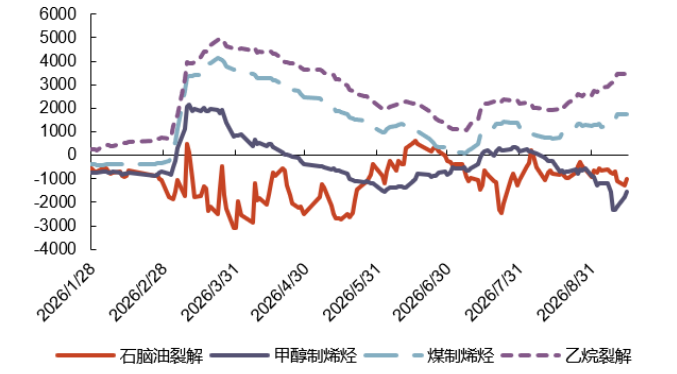
下载日志已记录，仅供内部参考

140	1690	11000
150	1810	11500

资料来源：《煤制烯烃过程技术经济分析与生命周期评价》（项东），光大证券研究所整理

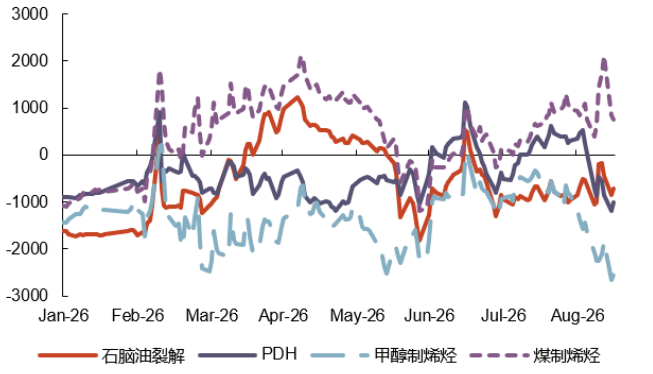
26 年以来中东冲突推升油价，煤制烯烃路线经济效益凸显。2026 年 3 月以来，受中东地区地缘冲突持续发酵影响，国际油价大幅上涨，而煤炭价格涨幅低于油价，使得煤制烯烃路线盈利优势得以放大。根据百川盈孚，截至 9 月 15 日，煤制乙烯的理论日度利润为 1744 元/吨，较石脑油路线高出约 2700 元/吨；煤制丙烯的理论日度利润为 767 元/吨，是唯一实现理论盈利的丙烯工艺路线。高油价背景下，煤制烯烃路线的原料成本优势有望持续体现。

图 26：不同工艺路线乙烯理论日度利润（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 注：煤制烯烃的利润以煤制甲醇的利润按烯醇比为 3 折算，数据截至 2026-09-15

图 27：不同工艺路线丙烯理论日度利润（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 注：注：煤制烯烃的利润以煤制甲醇的利润按烯醇比为 3 折算，数据截至 2026-09-15

3、 成本护城河稳固，盈利弹性与韧性兼具

3.1 依托管理与技术迭代，深化成本领先优势

国内第一大煤制烯烃企业，市场份额超 30%。我国煤制烯烃企业以央国企为主，国能、中煤等央国企集团承担了我国煤制烯烃行业早期示范项目的建设工作，随后煤制烯烃项目也多由具有煤炭资源基础的央国企进行投资建设。作为煤制烯烃行业实力最雄厚的民营企业，宝丰能源在内蒙项目投产后已成为国内第一大煤制烯烃企业，截至 26 年 9 月产能为 520 万吨，占全国总产能的 34%。待国内已正式开工的煤制烯烃产能投产后，宝丰能源依然有望维持近 30%的产能份额。

表 7：我国煤制烯烃行业主要项目及宝丰能源市场份额

企业类型	企业/项目名称	煤制烯烃产能（万吨/年）
现有产能		
宝丰能源	宁夏宝丰	220
	内蒙古宝丰	300
国能集团	神华包头	60
	国能宁煤	100
	国能新疆	68
	国能榆林	60
中煤集团	中煤榆林	60
	中天合创	137
大唐集团	大唐多伦	46
地方国企	延长中煤榆能化	190

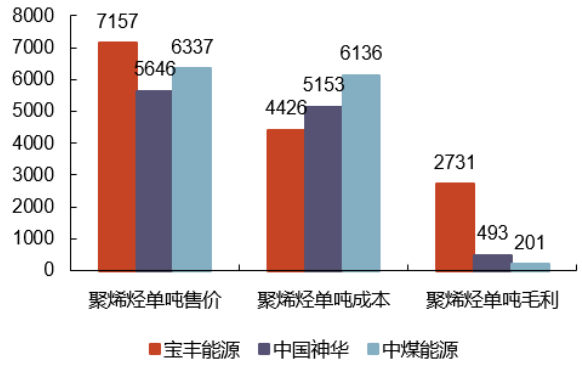
下载日志已记录，仅供内部参考

	延长延安能化	70
	中安联合	70
	陕煤蒲城清洁能源	68
其他民企	内蒙古久泰集团	60
宝丰能源产能份额		**34%**
在建产能		
宝丰能源	宁东四期	50
国能集团	包头煤制烯烃升级示范项目	75
中煤集团	中煤榆林煤炭深加工基地项目二期	90
地方国企	新疆山能准东 80 万吨/年煤制烯烃项目	80
	长城能化 80 万吨/年煤制烯烃升级示范项目	80
其他民企	新疆东明塑胶 80 万吨煤制烯烃项目	80
在建项目全部投产后，宝丰能源产能份额		**29%**

资料来源：宝丰能源公司公告，各集团官网等，光大证券研究所整理，项目统计截至 2026-09，未统计不配煤的 MTO、MTP 装置

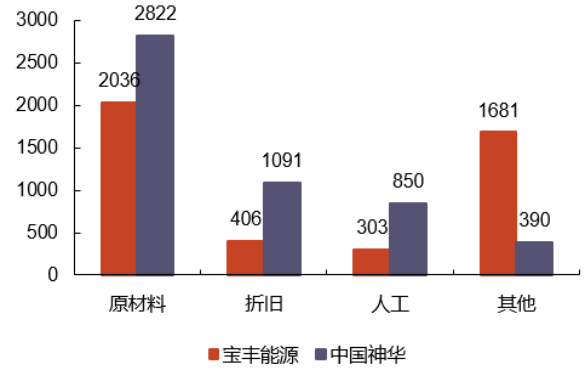
公司成本显著优于同业煤制烯烃企业。2025 年，公司聚烯烃吨均成本约为 4426 元/吨，显著低于中国神华的 5153 元/吨和中煤能源的 6136 元/吨。将宝丰能源和中国神华的吨均成本进行拆解，得到宝丰能源的原材料成本低约 800 元/吨，折旧成本低约 600 元/吨，人工成本低约 500 元/吨。其他成本高约 1300 元/吨，与平均售价的差异接近，主要是由于宝丰能源与中国神华销售模式差异所致。

图 28：25 年宝丰能源聚烯烃价格、成本与同业对比（元/吨）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 29：25 年宝丰能源聚烯烃成本与中国神华分项对比（元/吨）

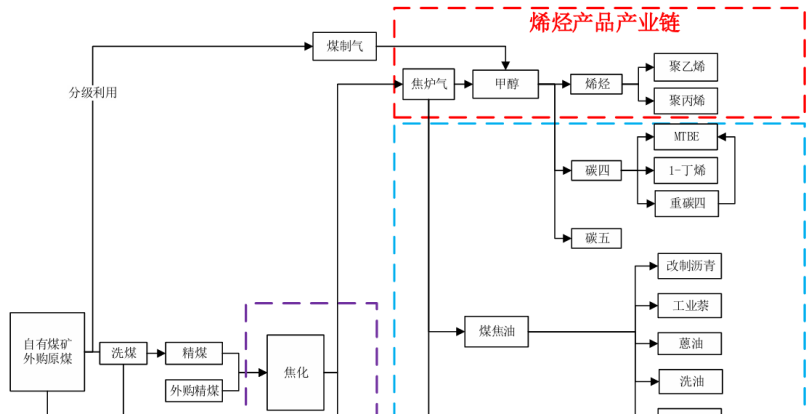


资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

焦炉气副产甲醇发挥产业链优势，节省煤炭采购成本。相较于全煤气化的煤制烯烃装置，公司采用了煤气化+焦炉气制甲醇工艺，利用焦炉气氢多碳少、煤制气碳多氢少的特点合成生产甲醇，以实现原材料最大化利用、节约用煤成本。公司原有 400 万吨焦化生产线，可供应约 50 万吨副产焦炉气制甲醇，2022 年煤焦化多联产项目新增焦炉气制甲醇产能 40 万吨，以此测算，公司焦炉气在高煤价时期的降本贡献约 500-600 元/吨烯烃，在低煤价时期的降本贡献约为 100-200 元/吨烯烃。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：公司焦炉气副产烯烃产品产业链示意图



资料来源：公司招股说明书

表 8：公司副产焦炉气制甲醇对降本的贡献测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
焦炭产能（万吨）	400	400	400	700	700	700	700	350
对应焦炉气副产甲醇（万吨）	50	50	50	90	90	90	90	45
焦炭产量（万吨）	455	444	455	625	698	704	696	347
副产甲醇量（万吨）	57	56	57	80	90	91	89	45
煤醇比假设	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
原煤采购价（元/吨）	323	343	662	762	617	563	462	491
原煤成本节约量合计（亿元）	2.66	2.76	5.45	8.88	8.03	7.38	6.00	3.17
烯烃产量（万吨）	86.28	133.55	136.56	137.25	158.83	246.78	525.45	297.34
单吨烯烃节约成本（元/吨）	309	207	399	647	505	299	114	107

资料来源：公司公告，上证 e 互动，光大证券研究所测算

先进工艺主导，技术迭代持续降低单耗。公司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工艺技术。煤气化采用航天干粉煤加压气化技术，煤种适用范围宽、总碳转化率高、操作简便；净化装置采用鲁奇低温甲醇洗工艺，处理气量大、能耗低、效率高。甲醇合成采用戴维的径向流蒸汽上升式、串/并联甲醇合成技术，床层压降小、气体分布均匀、合成效率高；甲醇制烯烃采用中科院大连化物所的 DMTO 工艺，乙烯、丙烯选择性高、收率高；烯烃分离采用鲁姆斯前脱丙烷、后加氢的工艺技术，能耗低，乙烯、丙烯收率高。

表 9：几种甲醇制烯烃典型技术的指标对比

工艺名称	所属单位	双烯单耗（甲醇）/t	双烯收率/%	甲醇转化率/%	反应器类型	催化剂
MTO	UOP/Hydro	3	80	>99	流化床	SAPO-34
DMTO	大连化物所	2.89	86	>99	流化床	SAPO-34
DMTO-II	大连化物所	2.67	95	99.97	流化床	SAPO-34
SMTO	中国石化集团公司	2.82	81	99.8	流化床	SAPO-34
SHMTO	神华集团	2.89	81	>99	流化床	SAPO-34
MTP	Lurgi 公司	3.22-3.52	65-71	>99	固定床	ZSM-5
FMTP	清华大学	3.36	68	99.5	流化床	SAPO-18/34

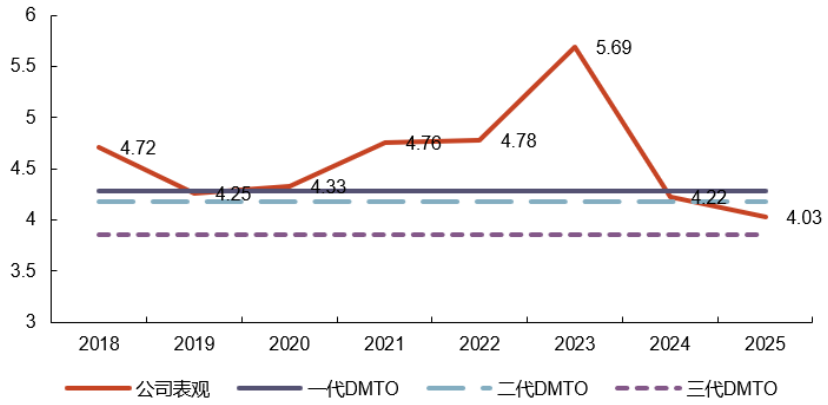
资料来源：《我国煤制烯烃技术发展现状与趋势分析》（黄格省等），光大证券研究所整理

公司致力于通过技术迭代和优化管理降低煤炭和甲醇单耗，宁东一期、二期、三期项目分别对应一代、二代、三代 DMTO 装置，设计单吨烯烃耗甲醇量不断降低。除 2023 年外，公司历年单吨烯烃耗煤量呈下降态势，23 年异常值为公司

下载日志已记录，仅供内部参考

宁东三期项目作为三代 DMTO 首套装置试车偏谨慎、以及高价 C4、C5 未被转化为烯烃所致。

图 31：公司历年单吨烯烃耗煤量与设计值对比



资料来源：公司公告，上证 e 互动，光大证券研究所测算 注：假设煤醇比为 1.45

单吨投资额显著低于行业均值，转化为折旧端长期竞争力。宝丰能源内蒙古一期项目单吨投资额约为 1.59 万元/吨，宁东一期约 1.72 万元/吨，宁东二期约 1.50 万元/吨，宁夏三期约 1.30 万元/吨；而同期行业可比项目中，神华包头单吨投资额 2.83 万元/吨，中煤榆林单吨投资额 3.62 万元/吨。以内蒙古一期 300 万吨/年产能计，仅折旧成本一项，宝丰内蒙一期较神华包头每吨产品可节省折旧成本约 620 元（按 20 年折旧年限估算）。低投资带来的折旧优势构成宝丰能源穿越行业周期的核心成本壁垒之一。

表 10：公司与典型煤制烯烃项目投资额对比

项目名称	聚烯烃产能（万吨/年）	总投资额（亿元）	单吨投资额（万元/吨）	单吨折旧成本（按 20 年计算，元/吨）
宝丰宁东一期	**60**	**103**	**1.72**	**858**
宝丰宁东二期	**60**	**90**	**1.50**	**750**
宝丰宁东三期	**100**	**130**	**1.30**	**650**
宝丰内蒙古一期	**300**	**478**	**1.59**	**797**
神华包头	60	170	2.83	1417
中煤榆林	60	217	3.62	1808
中天合创	137	590	4.31	2153
中安联合	70	202	2.89	1443
宝丰宁东四期	**50**	**105**	**2.10**	**1050**
包头煤制烯烃升级示范项目	75	171.4	2.29	1143
中煤榆林煤炭深加工基地项目二期	90	239	2.65	1327
新疆山能准东 80 万吨/年煤制烯烃项目	80	208	2.60	1300
长城能化 80 万吨/年煤制烯烃升级示范项目	80	238	2.97	1487
新疆东明塑胶 80 万吨煤制烯烃项目	80	190	2.38	1188

资料来源：公司公告，中国化工网等，光大证券研究所整理 注：中天合创投资额包括煤矿

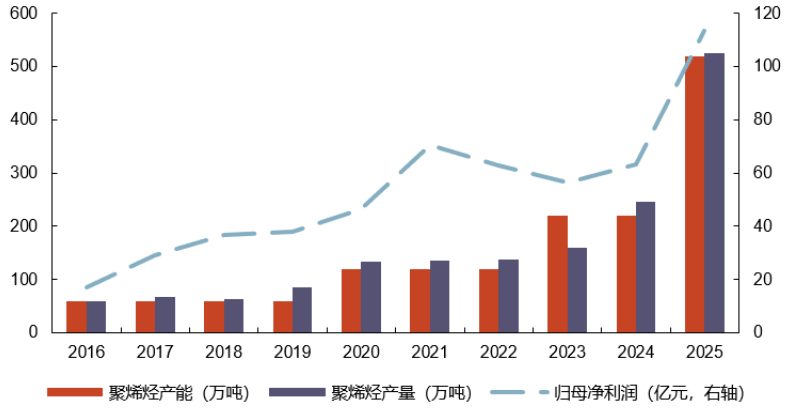
3.2 量增贡献穿越周期，新疆、内蒙二期蓄势待发

公司烯烃产能与产量增长构成其业绩穿越化工行业周期的核心驱动力。2023 年，宁东三期 100 万吨/年烯烃项目投产，推动公司烯烃产能规模增长 83%至 220 万吨/年。2025 年，内蒙古基地全球单厂规模最大的 300 万吨/年煤制烯烃项目全面达产，公司烯烃总产能跃升至 520 万吨/年，规模位居国内煤制烯烃

下载日志已记录，仅供内部参考

行业首位。产能的阶梯式扩张直接转化为产销规模的大幅提升：2024 年公司聚乙烯、聚丙烯产量分别为 113.3 万吨和 117.3 万吨，同比分别增长 35%和 57%；2025 年聚乙烯、聚丙烯产量分别达到 254.92 万吨和 247.52 万吨，同比分别增长 125%和 111%。产能的持续扩张使公司在行业价格下行周期中实现了业绩的逆势高增长，验证了规模化产能释放对周期波动的有效对冲能力。

图 32：公司聚烯烃产能、产量与归母净利润



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

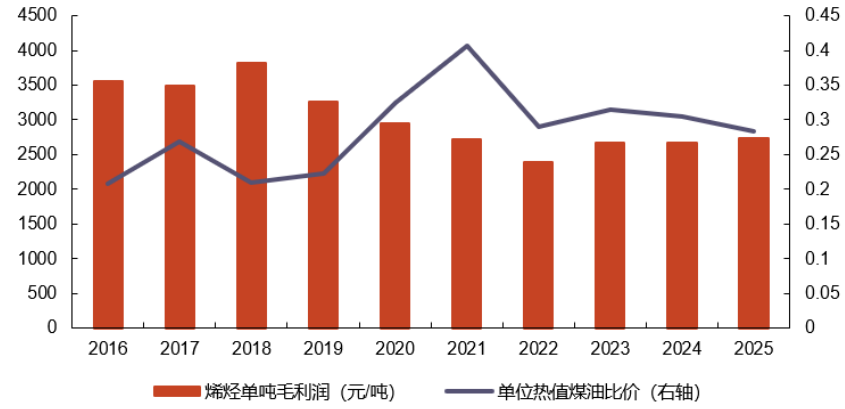
宁东四期、新疆等项目梯次推进，综合竞争力有望增强。公司多个项目梯次推进，（1）宁东四期 50 万吨/年项目将于 2026 四季度建成投产；（2）内蒙古电解水制氢一期项目预计 2027 年建成；（3）新疆煤制烯烃项目已上报国家发改委审核，取得环评、安评等专家评审意见；（4）内蒙二期履行相关审批流程。若上述项目全部过审、投产，公司烯烃总产能将由当前的 520 万吨/年进一步提升。随着烯烃行业供需拐点来临，公司新型煤化工的成本优势有望进一步凸显，市占率有望持续提升，综合竞争力有望进一步增强。

3.3 能源价格波动不改公司盈利韧性——公司盈利能力随煤油价格变化情况分析

公司历史盈利能力与煤油比价负相关。理论上，高油价抬升公司烯烃产品售价，对公司盈利能力产生正贡献；高煤价提升公司生产成本，拖累公司盈利能力。为了同时探究两种能源价格对公司历史盈利能力的影响，我们将公司烯烃业务吨均毛利润与煤油比价进行对比。（1）2016-2019 年，煤油比价长期低于 0.3，公司烯烃业务吨均毛利润维持在 3000 元/吨以上的高位；（2）2021-2022 年煤价进入上行区间，煤油比价快速提升，公司烯烃吨均毛利润下降；（3）2023-2025 年煤价逐渐下行，但油价同期下滑，且聚烯烃景气度低迷使产品价格与油价相关性走低，公司烯烃吨均毛利润仅实现微幅上升。总的来看，公司单吨烯烃产品盈利能力与煤油比价负相关，但同时受到下游需求影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：公司烯烃业务吨均毛利润与当期煤油比价



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

为了验证公司在高油价下的盈利能力，我们对公司给定煤价情形下的油价盈利弹性进行测算。基本假设如下：

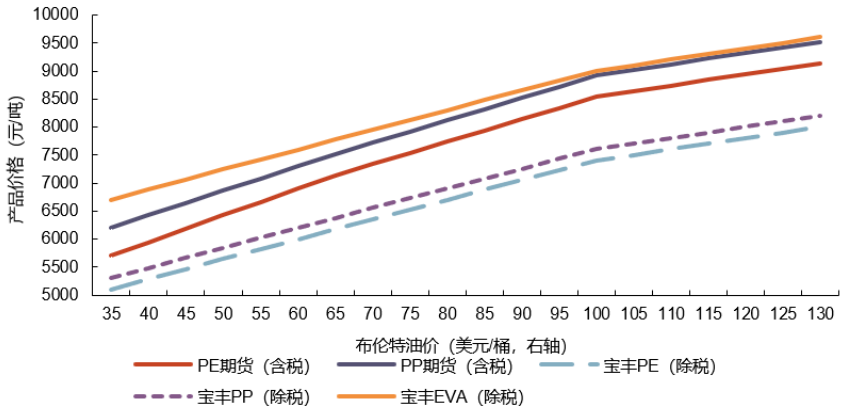
（1）煤炭价格：我们假设内蒙原料煤含税价为 510 元/吨，燃料煤含税价为 410 元/吨，对应宝丰能源原料煤采购除税价为 451 元/吨（与 25Q4-26Q1 情况接近），燃料煤采购除税价为 308 元/吨。

（2）烯烃产品价格：综合烯烃历史价格与油价，我们对烯烃价格的假设如图 34 所示。基本假设思路为，布油价格低于 75 美元/桶时，油价对烯烃价格正常传导；布油价格位于 80-90 美元/桶时，高油价抑制需求，价格传导能力减弱；当油价超过 90 美元/桶时，往往由于原油供给端遭遇严重冲击，造成烯烃装置原料紧缺，高价得以继续传导。

（3）开工率：按照所有烯烃产品满产计算。实际上，公司烯烃开工率经常超过 100%。

（4）煤炭单耗：按原料煤 4.5 吨/吨烯烃、燃料煤 1 吨/吨烯烃计算。

图 34：不同油价下的烯烃价格假设



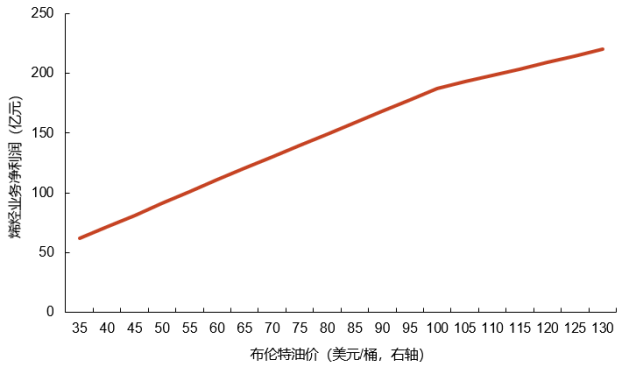
资料来源：光大证券研究所假设

油价快速上行期，公司的业绩弹性显著。根据上述假设，我们测算得到公司烯烃业务盈利能力与布伦特油价的关系。若油价从 80 美元/桶涨至 100 美元/桶，公司烯烃业务年化净利润有望增加 38 亿元，烯烃单吨净利有望增加 700 元/吨。增利油价低迷时，得益于低成本优势，公司烯烃业务仍能维持一定盈利。以上测算相当于回溯了 26H1 公司业绩大增的基本情况，当油价短期快速上行时，公司

下载日志已记录，仅供内部参考

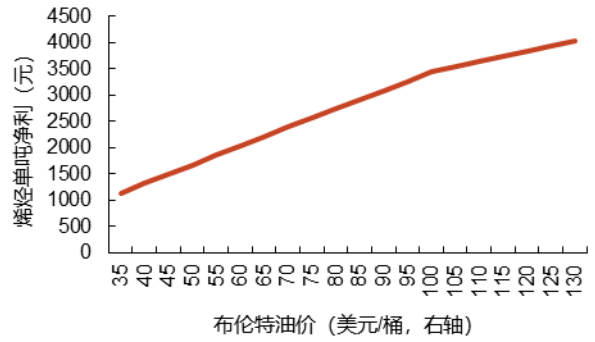
下游产品价格随油价快速上涨，而煤价在短期内维持相对刚性，从而极大提升公司短期业绩弹性。

图 35：公司烯烃业务年化净利润与布伦特油价



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算

图 36：公司烯烃单吨净利与布伦特油价



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算

中性条件下单吨净利约为 2300 元/吨，高煤价体现公司盈利韧性。长期来看煤油价格存在联动，从而使公司在高油价下的煤油价差套利空间收窄。我们引入煤价变量以测算公司在煤价波动情况下的盈利能力，假设内蒙动力煤含税价为原料煤含税价-100 元，测算得到公司烯烃业务年化净利润和单吨净利相对于煤油价格的敏感性分析。在煤价为 600 元/吨、油价为 80 美元/桶的中性条件下，测算得到公司烯烃业务年化净利润为 125 亿元，单吨净利约为 2300 元/吨；若煤价涨至 900 元/吨的极端情况，只要油价高于 55 美元/桶，公司烯烃业务即可盈利，体现了公司在煤价上行期仍具备相当强的业绩韧性。

表 11：公司烯烃业务年化净利润（亿元）与煤价、油价的敏感性分析

		布油价格（美元/桶）																			
		35	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110	115	120	125	130
内蒙原料煤价格含税（元/吨）	350	102	112	122	132	141	151	161	171	180	190	199	209	218	228	233	239	244	250	255	261
	400	89	99	109	119	129	138	148	158	167	177	186	196	205	215	220	226	231	237	242	248
	450	76	86	96	106	116	125	135	145	154	164	173	183	193	202	208	213	218	224	229	235
	500	64	73	83	93	103	113	122	132	141	151	161	170	180	189	195	200	206	211	216	222
	550	51	60	70	80	90	100	110	119	129	138	148	157	167	176	182	187	193	198	204	209
	600	38	48	57	67	77	87	97	106	116	**125**	135	144	154	163	169	174	180	185	191	196
	650	25	35	44	54	64	74	84	93	103	112	122	131	141	150	156	161	167	172	178	183
	700	12	22	32	41	51	61	71	80	90	99	109	118	128	138	143	148	154	159	165	170
	750	-1	9	19	28	38	48	58	67	77	87	96	106	115	125	130	136	141	146	152	157
	800	-14	-4	6	16	25	35	45	55	64	74	83	93	102	112	117	123	128	134	139	144
	850	-27	-17	-7	3	12	22	32	42	51	61	70	80	89	99	104	110	115	121	126	132
	900	-40	-30	-20	-10	0	9	19	29	38	48	57	67	76	86	91	97	102	108	113	119

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算

表 12：公司烯烃业务单吨净利（元/吨）与煤价、油价的敏感性分析

		布油价格（美元/桶）																			
		35	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110	115	120	125	130
内蒙原料煤价格含税（元/吨）	350	1876	2056	2236	2416	2596	2776	2956	3131	3306	3481	3656	3831	4006	4181	4281	4381	4481	4581	4681	4781
	400	1639	1819	1999	2179	2359	2539	2719	2894	3069	3244	3419	3594	3769	3944	4044	4144	4244	4344	4444	4544
	450	1403	1583	1763	1943	2123	2303	2483	2658	2833	3008	3183	3358	3533	3708	3808	3908	4008	4108	4208	4308
	500	1166	1346	1526	1706	1886	2066	2246	2421	2596	2771	2946	3121	3296	3471	3571	3671	3771	3871	3971	4071

下载日志已记录，仅供内部参考

550	929	1109	1289	1469	1649	1829	2009	2184	2359	2534	2709	2884	3059	3234	3334	3434	3534	3634	3734	3834
600	693	873	1053	1233	1413	1593	1773	1948	2123	**2298**	2473	2648	2823	2998	3098	3198	3298	3398	3498	3598
650	456	636	816	996	1176	1356	1536	1711	1886	2061	2236	2411	2586	2761	2861	2961	3061	3161	3261	3361
700	219	399	579	759	939	1119	1299	1474	1649	1824	1999	2174	2349	2524	2624	2724	2824	2924	3024	3124
750	-18	162	342	522	702	882	1062	1237	1412	1587	1762	1937	2112	2287	2387	2487	2587	2687	2787	2887
800	-254	-74	106	286	466	646	826	1001	1176	1351	1526	1701	1876	2051	2151	2251	2351	2451	2551	2651
850	-491	-311	-131	49	229	409	589	764	939	1114	1289	1464	1639	1814	1914	2014	2114	2214	2314	2414
900	-728	-548	-368	-188	-8	172	352	527	702	877	1052	1227	1402	1577	1677	1777	1877	1977	2077	2177

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算

4、 盈利预测、估值与评级

4.1 关键假设及盈利预测

烯烃业务

产能：截至 25 年公司烯烃总产能为 520 万吨，26Q4 宁东四期投产，产能增加 50 万吨，由于新疆项目和内蒙二期项目的实施存在不确定性，我们不将其纳入计算，预计公司 26-28 年烯烃总产能为 570 万吨。

产销量、开工率：21-23 年、24-25 公司烯烃产量超过产能，考虑到 21-22 年公司无新产能爬坡时开工率为 114%，以及 26H1 公司生产烯烃 297 万吨，年化开工率为 114%，我们假设 26-28 年公司现有项目的开工率均为 114%，宁东四期项目 26-28 年开工率分别为 5%、100%、114%，对应公司烯烃总开工率分别为 104%、113%、114%，由此得到 26-28 年烯烃产量分别为 595、643、650 万吨。21-25 年公司烯烃接近全产全销，我们假设 26-28 年烯烃产销率为 100%，对应销量分别为 595、643、650 万吨。

分产品产销量：煤制烯烃装置出产产品比例基本稳定，但公司宁东四期投产后 EVA/LDPE 装置产能将翻倍。我们假设 26 年聚乙烯、聚丙烯、EVA/LDPE 的产销量按 25 年比例分配，对应聚乙烯、聚丙烯、EVA/LDPE 产销量分别为 289、280、26 万吨；27-28 年公司 EVA/LDPE 产量为 50 万吨，聚乙烯、聚丙烯产销量比例与 26 年相同，则 27 年聚乙烯、聚丙烯产销量分别为 301、292 万吨，28 年聚乙烯、聚丙烯产销量分别为 304、295 万吨。

分产品价格：26H1 高油价提振公司产品价格，聚乙烯、聚丙烯、EVA/LDPE 销售均价分别为 6825、7123、8454 元/吨，考虑到下半年高油价环境持续，且地缘不确定性有望驱动油价长期位于中高位，我们假设 26-28 年公司聚乙烯销售均价分别为 6900、6800、6800 元/吨，聚丙烯销售均价分别为 7200、7100、7100 元/吨，EVA/LDPE 销售均价分别为 8600、8500、8500 元/吨。

毛利率：26H1 公司烯烃业务毛利率为 45.88%，考虑到 Q2 以来煤价中枢上行对公司成本构成一定压力，我们假设 26-28 年公司烯烃业务毛利率分别为 45.3%、44.8%、44.6%。

焦化业务

产能、产销量：公司焦化产能规模稳定在 700 万吨，且基本实现满产满销，我们假设 26-28 年公司焦炭产能、产销量均为 700 万吨。

价格、毛利率：焦炭行业趋势下行，公司凭借全产业链优势获取相对稳定的利润空间，26H1 公司焦炭销售均价为 1129 元/吨，毛利率为 36%，考虑到焦炭

下载日志已记录，仅供内部参考

价格有望受益于行业系统性出清，我们预计公司 26-28 年焦炭销售均价分别为 1100、1120、1150 元/吨，毛利率分别为 35%、35%、35%。

精细化工业务、其他业务

公司精细化工业务主要为副产品综合利用，未来增量有限，我们假设 26-28 年公司精细化工业务营收年均增长 5%，毛利率与 26H1 相同，为 30%。假设公司其他业务 26-28 年营收年均增长 3%，毛利率与 26H1 相同，为 32%。

假设 26-28 年公司销售费用、管理费用、研发费用率均与 25 年相同，分别为 0.26%、2.74%、2.00%。

表 13：公司分业务收入预测及相关假设

业务板块	项目	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
公司合计	营业收入	百万元	32983	48038	58169	61882	62798
	YoY		13.2%	45.6%	21.1%	6.4%	1.5%
	营业成本	百万元	22050	30784	33111	35433	36094
	毛利	百万元	10933	17253	25057	26449	26705
	毛利率		33.1%	35.9%	43.1%	42.7%	42.5%
烯烃业务	营业收入	百万元	19266	37606	47067	50485	51025
	YoY		37.2%	95.2%	25.2%	7.3%	1.1%
	营业成本	百万元	12679	23255	25746	27868	28277
	毛利	百万元	6587	14350	21321	22617	22749
	毛利率		34.2%	38.2%	45.3%	44.8%	44.6%
焦化业务	营业收入	百万元	10110	7494	8021	8167	8385
	YoY		-9.6%	-25.9%	7.0%	1.8%	2.7%
	营业成本	百万元	7160	5219	5214	5308	5451
	毛利	百万元	2950	2274	2807	2858	2935
	毛利率		29.2%	30.3%	35.0%	35.0%	35.0%
精细化工业务	营业收入	百万元	3428	2720	2856	2999	3149
	YoY		-6.6%	-20.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	百万元	2051	2175	1999	2099	2204
	毛利	百万元	1377	545	857	900	945
	毛利率		40.2%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	营业收入	百万元	179	218	225	232	239
	YoY		-26.5%	22.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	营业成本	百万元	160	135	153	158	162
	毛利	百万元	19	84	72	74	76
	毛利率		10.6%	38.3%	32.0%	32.0%	32.0%

资料来源：公司公告，上证 e 互动等，光大证券研究所预测

基于以上假设，我们预计 26-28 年公司营业收入分别为 582、619、628 亿元，分别同比增长 21.1%、6.4%、1.5%，毛利率分别为 43.1%、42.7%、42.5%，归母净利润分别为 174、187、190 亿元，分别同比增长 53.73%、7.28%、1.74%，对应的 EPS 分别为 2.38、2.55、2.60 元/股。考虑到 26Q4-27Q1 煤油价格有望同步走强，公司将适度受益，我们本期 26-28 年归母净利润预测较上次报告分别上调 6.6%、上调 6.4%、基本持平。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 相对估值

公司主营业务为化工行业传统大宗商品，因此我们采用 PE 估值。我们选取以下可比公司：（1）华鲁恒升，低成本煤化工龙头。（2）卫星化学，乙烷制乙烯龙头，和公司同属非油原料制烯烃企业。（3）中煤能源，煤炭到煤化工上下游产业链一体化的能源巨头。

截至 9 月 22 日，公司 26 年 PE 为 9.8 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，可比公司 26 年 PE 为 9.9 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，公司 PE 估值水平与可比公司平均值接近。公司持续聚焦产业协同和降本增效，未来成长空间广阔，有望享受更高估值溢价。

表 14：可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值	收盘价	EPS（元/股）			PE			PB		
		（亿元）	（元/股）	25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E
600426.SH	华鲁恒升	561	20.40	1.56	1.77	2.03	13.1	11.5	10.1	1.31	1.53	1.38
002648.SZ	卫星化学	908	26.96	1.58	3.11	3.29	17.1	8.7	8.2	2.71	2.20	1.85
601898.SH	中煤能源	1887	14.23	1.35	1.48	1.58	10.5	9.6	9.0	1.18	1.08	0.99
平均值							13.6	9.9	9.1	1.7	1.6	1.4
600989.SH	宝丰能源	1702	23.21	1.55	2.38	2.55	15.0	9.8	9.1	3.52	2.66	2.25

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价日期为 2026-09-22；宝丰能源为光大证券研究所预测，其余为 Wind 一致预期

4.3 绝对估值

基本假设

1、长期增长率：由于宝丰能源作为煤制烯烃龙头企业，已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 1%；

2、β值选取：采用申万二级行业分类-化学原料的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 12.61%。

表 15：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	1.70%
β(βlevered)	0.96
Rm-Rf	5.38%
Ke(levered)	6.87%
税率	12.61%
Kd	4.14%
Ve（百万元）	170207.29
Vd（百万元）	23483.72
目标资本结构	12.12%
WACC	6.54%

资料来源：光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表 16：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	92516.98	37.58%
第二阶段	50749.81	20.61%
第三阶段（终值）	102928.03	41.81%
企业价值 AEV	246194.82	100.00%
加：非经营性净资产价值	2143.67	0.87%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	23483.72	-9.54%
总股本价值	224854.78	91.33%
股本（百万股）	7333.36	
每股价值（元）	30.66	
PE（隐含，2026 年）	12.89	
PE（动态，2026 年）	9.75	

资料来源：光大证券研究所预测

表 17：敏感性分析表（元）

WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
5.54%	33.06	34.70	36.69	39.18	42.37
6.04%	30.54	31.83	33.38	35.27	37.63
6.54%	28.40	29.44	30.66	32.13	33.92
7.04%	26.56	27.40	28.39	29.55	30.94
7.54%	24.96	25.65	26.45	27.39	28.49

资料来源：光大证券研究所预测

根据 DCF 估值方法，得到公司每股价值为 30.66 元。

4.4 估值结论与投资评级

我们预计 26-28 年公司营业收入分别为 582、619、628 亿元，分别同比增长 21.1%、6.4%、1.5%，毛利率分别为 43.1%、42.7%、42.5%，归母净利润分别为 174、187、190 亿元，分别同比增长 53.73%、7.28%、1.74%，对应的 EPS 分别为 2.38、2.55、2.60 元/股。

截至 9 月 22 日，公司 26 年 PE 为 9.8 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，可比公司 26 年 PE 为 9.9 倍，27 年 PE 为 9.1 倍，公司 PE 估值水平与可比公司平均值接近。根据 DCF 估值方法，我们得到公司每股价值为 30.66 元。公司持续聚焦产业协同和降本增效，未来成长空间广阔，有望享受更高估值溢价，我们维持对公司的“增持”评级。

5、 风险分析

产品价格波动风险

公司主营产品聚乙烯、聚丙烯价格与油价相关性强，近年来地缘风险加剧，油价波动剧烈，如果油价大幅波动导致公司产品价格大幅波动，可能影响公司盈利能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

原材料价格上涨风险

公司主要成本为煤炭原材料成本，如果煤炭价格大幅上涨，可能增加公司成本端压力，影响公司盈利能力。

项目投产进度不及预期

公司依靠新建产能实现规模增长，若现有在建项目宁东四期投产进度不及预期，或规划项目审批、建设进度不及预期，可能导致公司经营规模成长受到影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**32983**	**48038**	**58169**	**61882**	**62798**
营业成本	22050	30784	33111	35433	36094
折旧和摊销	2149	3016	3171	3306	3403
税金及附加	645	492	596	634	644
销售费用	117	124	150	159	162
管理费用	875	1315	1593	1694	1719
研发费用	756	961	1164	1238	1256
财务费用	744	1140	1235	1165	1009
投资收益	16	358	358	358	358
营业利润	**7828**	**13669**	**20647**	**22101**	**22473**
利润总额	**7286**	**12988**	**19966**	**21421**	**21793**
所得税	949	1638	2517	2701	2748
净利润	**6338**	**11350**	**17449**	**18720**	**19045**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**6338**	**11350**	**17449**	**18720**	**19045**
EPS(元)	**0.86**	**1.55**	**2.38**	**2.55**	**2.60**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**8898**	**16851**	**23164**	**23245**	**22219**
净利润	6338	11350	17449	18720	19045
折旧摊销	2149	3016	3171	3306	3403
净营运资金增加	-3023	5462	-1383	-309	905
其他	3435	-2977	3927	1528	-1134
投资活动产生现金流	**-11529**	**-5884**	**-1510**	**-1667**	**-1642**
净资本支出	-11529	-6643	-2000	-2000	-2000
长期投资变化	-28	1487	0	0	0
其他资产变化	28	-728	490	333	358
融资活动现金流	**4246**	**-12066**	**-1077**	**-11831**	**-6488**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7638	-3417	2000	-3723	2000
无息负债变化	5828	-1380	2057	726	-796
净现金流	**1614**	**-1100**	**20576**	**9747**	**14089**

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	**89566**	**90152**	**109715**	**118458**	**131220**
货币资金	2477	1345	21921	31668	45758
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	20	37	45	48	48
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	39	1057	1068	1137	1153
存货	1575	1966	2115	2263	2306
其他流动资产	409	103	205	242	251
流动资产合计	**4786**	**4773**	**25639**	**35663**	**49827**
其他权益工具	0	20	20	20	20
长期股权投资	1655	168	168	168	168
固定资产	43216	65067	66430	66546	65996
在建工程	29934	5533	3367	2283	1742
无形资产	5027	4922	4676	4442	4220
商誉	1124	1124	1124	1124	1124
其他非流动资产	832	1687	1727	1727	1727
非流动资产合计	**84780**	**85379**	**84076**	**82796**	**81393**
总负债	**46560**	**41763**	**45820**	**42823**	**44027**
短期借款	760	0	0	0	0
应付账款	1075	1713	1843	1972	2009
应付票据	414	696	749	801	816
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	115	168	270	307	316
流动负债合计	**21250**	**15933**	**17889**	**12855**	**12050**
长期借款	21513	19492	21492	23492	25492
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	226	328	365	374
非流动负债合计	**25310**	**25829**	**27931**	**29968**	**31977**
股东权益	**43006**	**48390**	**63895**	**75636**	**87192**
股本	7333	7333	7333	7333	7333
公积金	10587	10808	10866	10866	10866
未分配利润	24923	31033	46480	58220	69777
归属母公司权益	43006	48390	63895	75636	87192
少数股东权益	0	0	0	0	0

主要指标

盈利能力（%）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	33.1%	35.9%	43.1%	42.7%	42.5%
EBITDA 率	32.6%	36.7%	42.8%	42.4%	42.2%
EBIT 率	26.0%	30.3%	37.4%	37.0%	36.8%
税前净利润率	22.1%	27.0%	34.3%	34.6%	34.7%
归母净利润率	19.2%	23.6%	30.0%	30.3%	30.3%
ROA	7.1%	12.6%	15.9%	15.8%	14.5%
ROE（摊薄）	14.7%	23.5%	27.3%	24.7%	21.8%
经营性 ROIC	10.9%	17.4%	26.9%	29.0%	29.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	52%	46%	42%	36%	34%
流动比率	0.23	0.30	1.43	2.77	4.13
速动比率	0.15	0.18	1.31	2.60	3.94
归母权益/有息债务	1.50	1.92	2.35	3.22	3.42
有形资产/有息债务	2.91	3.33	3.81	4.80	4.93

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.36%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
管理费用率	2.65%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
财务费用率	2.26%	2.37%	2.12%	1.88%	1.61%
研发费用率	2.29%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.14	0.27	0.95	1.02	1.04
每股经营现金流	1.21	2.30	3.16	3.17	3.03
每股净资产	5.86	6.60	8.71	10.31	11.89
每股销售收入	4.50	6.55	7.93	8.44	8.56

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	26.9	15.0	9.8	9.1	8.9
PB	3.96	3.52	2.66	2.25	1.95
EV/EBITDA	18.3	11.1	7.1	6.2	5.7
股息率	0.6%	1.1%	4.1%	4.4%	4.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼