

煤制烯烃龙头，内蒙项目持续放量

投资要点:

- **事件:**宝丰能源发布 2025 年三季度报, 2025 年前三季度公司实现营业收入 355.45 亿元, 同比增长 46.43%, 实现归母净利润 89.5 亿元, 同比增长 97.27%; 2025 年三季度实现营业收入 127.25 亿元, 同比增长 72.49%, 环比增长 5.61%, 实现归母净利润 32.32 亿元, 同比增长 162.34%, 环比减少 1.48%。
- **公司是国内高端煤基新材料领域的龙头企业, 并持续向绿色低碳方向转型升级。**公司业务涵盖煤制烯烃、焦化及精细化工三大板块, 煤制烯烃, 主要产品包括聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PP)、乙烯-醋酸乙烯共物 (EVA)。随着内蒙项目建成, 公司烯烃产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。当前公司拥有 910 万吨煤炭产能、700 万吨焦炭产能、1460 万吨洗煤能力, 以及 520 万吨烯烃产能和 135 万吨精细化工产能, 产业规模居行业领先。公司积极践行“双碳”战略, 深耕绿色创新, 内蒙烯烃项目是首个规模化应用绿氢与现代煤化工协同生产工艺制烯烃的项目。公司有望依托项目的区位优势、技术优势等, 进一步降低烯烃生产成本, 巩固煤制烯烃核心竞争力。
- **烯烃产销量快速增长, 原料价格明显下降。**从主要产品来看, 2025 年前三季度聚乙烯、聚丙烯、焦炭产/销量分别为 183.98 万吨/183.11 万吨、178.63 万吨/178.5 万吨、519.04 万吨/517.54 万吨, 分别同比 +125.13%/+121.82%、+114.73%/+116.55%、-1.61%/-2.60%。2025 年前三季度聚乙烯、聚丙烯、焦炭均价分别为 6622.52 元/吨、6332.51 元/吨、1008.43 元/吨, 分别同比 -6.49%、-5.63%、-28.39%。随着内蒙基地的建成投产, 公司聚烯烃产销量同比大幅增长, 价格方面, 受到原油走弱的影响, 聚烯烃价格同比有所下降。成本端, 气化原料煤、炼焦精煤、动力煤价格分别为 448.26 元/吨、740.35 元/吨、324.67 元/吨, 分别同比 -19.02%、-31.82%、-23.99%, 原料价格下降明显, 缓解成本压力。
- **内蒙基地投产, 营收利润快速增长。**随着内蒙基地的放量, 公司营收利润大幅增长。目前宁东四期烯烃项目于今年 4 月开工, 项目进展顺利; 新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目也在积极推进。2025 年前三季度公司销售、管理、财务三项费用率分别 0.25%、2.72%、2.42%, 分别同比 -0.09pp、+0.03pp、+0.11pp, 费用控制良好。2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 37.31%、25.18%, 维持在较好水平。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国内煤制烯烃龙头企业, 具有成本优势, 新项目持续推进中, 看好公司长期成长性, 我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 35.18%, 给予 2026 年 13 倍 PE, 目标价 24.31 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**新项目进度不及预期风险; 烯烃价格下降风险; 焦化业务下滑风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	329.83	494.92	545.29	597.83
增长率	13.21%	50.05%	10.18%	9.64%
归属母公司净利润 (亿元)	63.38	119.71	137.17	156.55
增长率	12.16%	88.89%	14.59%	14.13%
每股收益 EPS (元)	0.86	1.63	1.87	2.13
净资产收益率 ROE	14.74%	22.81%	22.19%	21.66%
PE	22	12	10	9
PB	3.30	2.70	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
电话: 13122028826
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)	14.3-19.34
总市值(亿元)	1,418.27
总资产(亿元)	902.86
每股净资产(元)	6.27

相关研究

目 录

1 宝丰能源：煤制烯烃龙头，全产业链布局赋能绿色发展.....	1
1.1 煤基新材龙头筑基，绿氢转型引领行业标杆.....	1
1.2 内蒙项目持续放量，利润大幅提升.....	3
2 盈利预测与估值.....	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	4
3 风险提示.....	5

图 目 录

图 1：新材料循环经济产业链.....	1
图 2：公司聚烯烃、焦化产品生产工艺.....	2
图 3：宝丰能源股权结构.....	2
图 4：公司营业收入.....	3
图 5：公司归母净利润.....	3
图 6：公司各项费率控制良好.....	3
图 7：公司毛利率、净利率.....	3

表 目 录

表 1：业务拆分.....	4
表 2：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值.....	6

1 宝丰能源：煤制烯烃龙头，全产业链布局赋能绿色发展

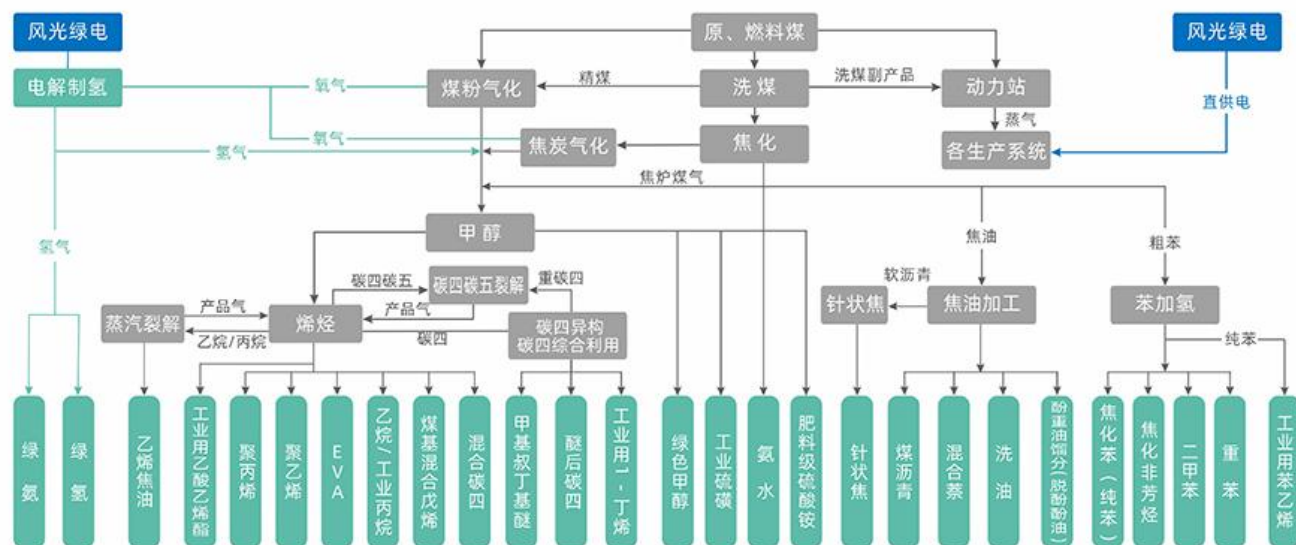
1.1 煤基新材龙头筑基，绿氢转型引领行业标杆

公司是国内高端煤基新材料领域的龙头企业，并持续向绿色低碳方向转型升级。公司业务涵盖煤制烯烃、焦化及精细化工三大板块，煤制烯烃，主要产品包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、乙烯-醋酸乙烯共物（EVA）。随着内蒙项目建成，公司烯烃产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。当前公司拥有 910 万吨煤炭产能、700 万吨焦炭产能、1460 万吨洗煤能力，以及 520 万吨烯烃产能和 135 万吨精细化工产能，产业规模居行业领先。公司积极践行“双碳”战略，深耕绿色创新，内蒙烯烃项目是首个规模化应用绿氢与现代煤化工协同生产工艺制烯烃的项目。公司有望依托项目的区位优势、技术优势等，进一步降低烯烃生产成本，巩固煤制烯烃核心竞争力。

烯烃产销量快速增长, 原料价格明显下降。从主要产品来看, 2025 年前三季度聚乙烯、聚丙烯、焦炭产/销量分别为 183.98 万吨/183.11 万吨、178.63 万吨/178.5 万吨、519.04 万吨/517.54 万吨, 分别同比+125.13%/+121.82%、+114.73%/+116.55%、-1.61%/-2.60%。2025 年前三季度聚乙烯、聚丙烯、焦炭均价分别为 6622.52 元/吨、6332.51 元/吨、1008.43 元/吨, 分别同比-6.49%、-5.63%、-28.39%。随着内蒙基地的建成投产, 公司聚烯烃产销量同比大幅增长, 价格方面, 受到原油走弱的影响, 聚烯烃价格同比有所下降。成本端, 气化原料煤、炼焦精煤、动力煤价格分别为 448.26 元/吨、740.35 元/吨、324.67 元/吨, 分别同比-19.02%、-31.82%、-23.99%, 原料价格下降明显, 缓解成本压力。

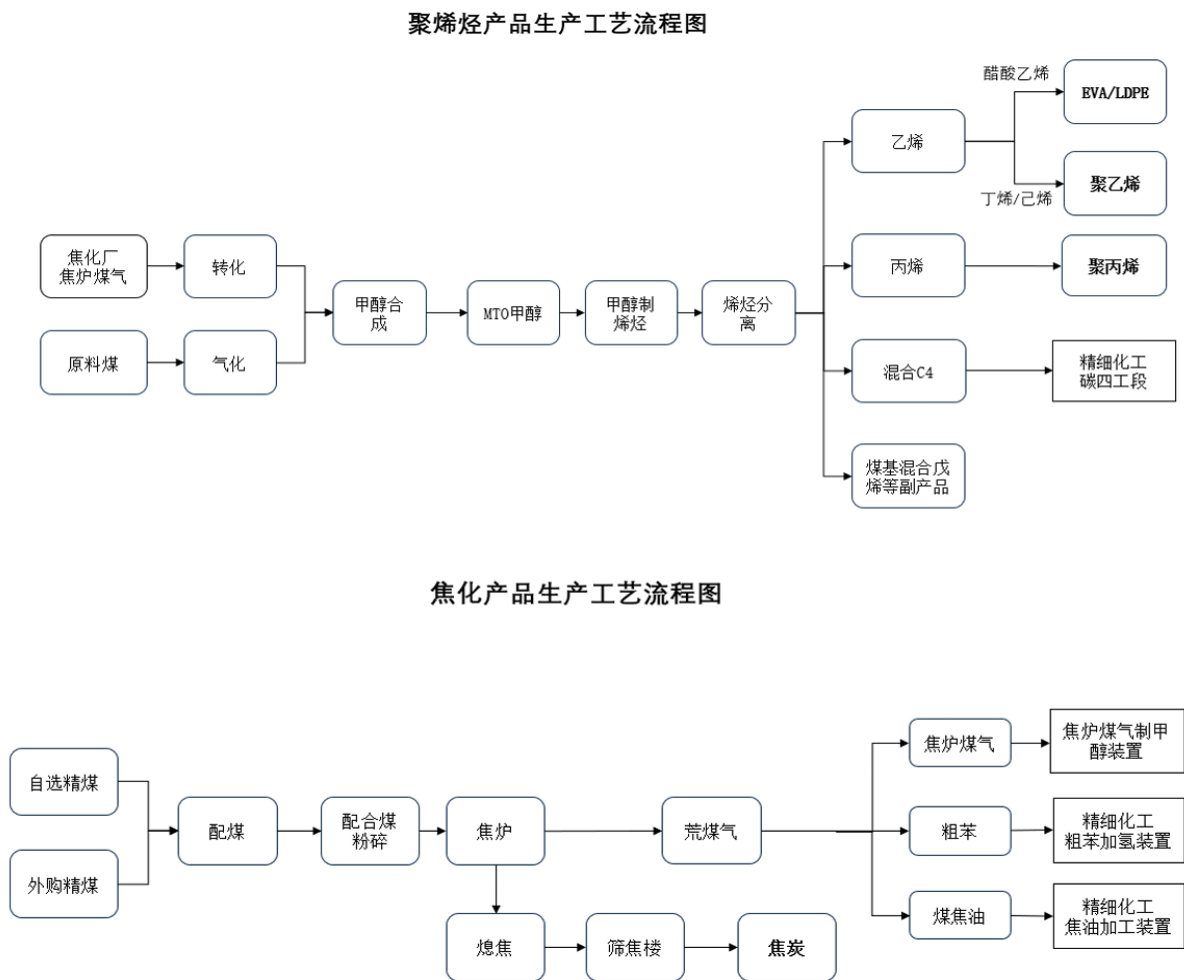
图 1: 新材料循环经济产业链

高端煤基新材料循环经济产业链



数据来源：公司官网，西南证券整理

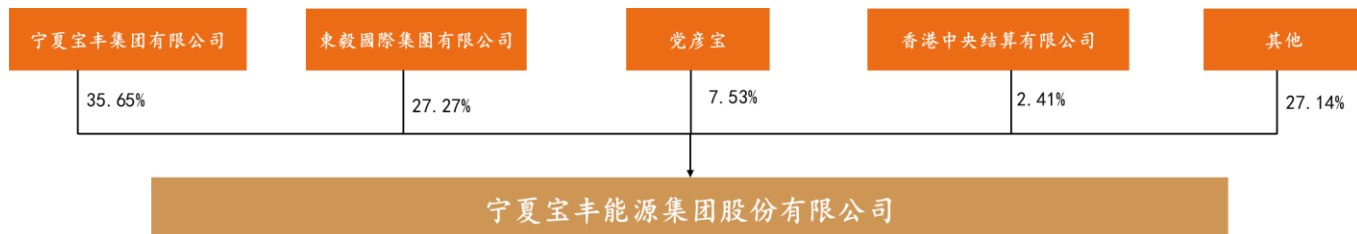
图 2：公司聚烯烃、焦化产品生产工艺



数据来源：公司公告，西南证券整理

集团母公司为宝丰集团，由于党彦宝持有宝丰集团 95.59%的股权，为宝丰集团的实际控制人。集团公司从事高端煤基新材料（多种牌号聚烯烃及聚烯烃改性产品）生产及销售等业务。

图 3：宝丰能源股权结构

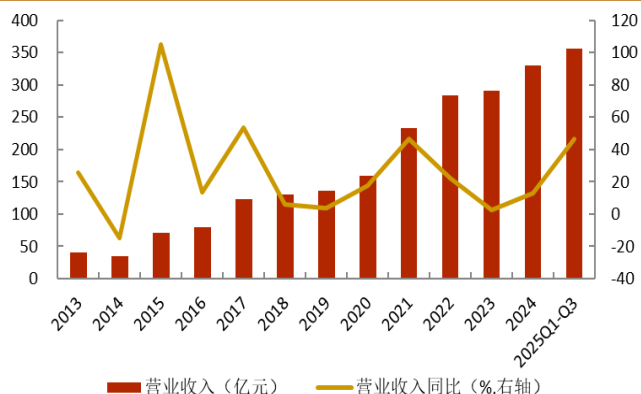


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

1.2 内蒙项目持续放量，利润大幅提升

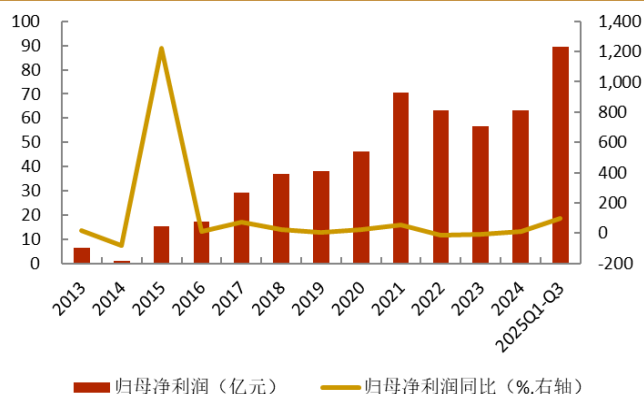
内蒙基地投产，营收利润快速增长。随着内蒙基地的放量，公司营收利润大幅增长。目前宁东四期烯烃项目于今年 4 月开工，项目进展顺利；新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目也在积极推进。2025 年前三季度公司销售、管理、财务三项费用率分别 0.25%、2.72%、2.42%，分别同比-0.09pp、+0.03pp、+0.11pp，费用控制良好。2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 37.31%、25.18%，维持在较好水平。

图 4：公司营业收入



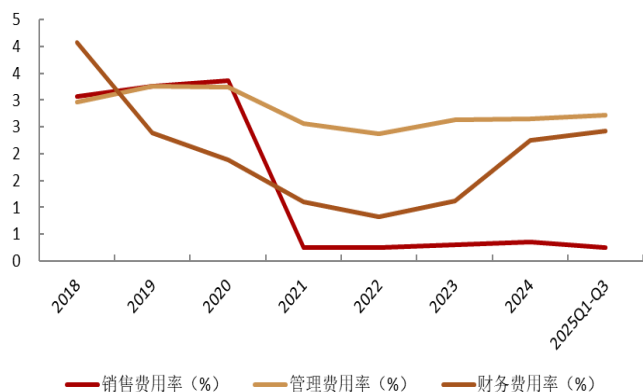
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司归母净利润



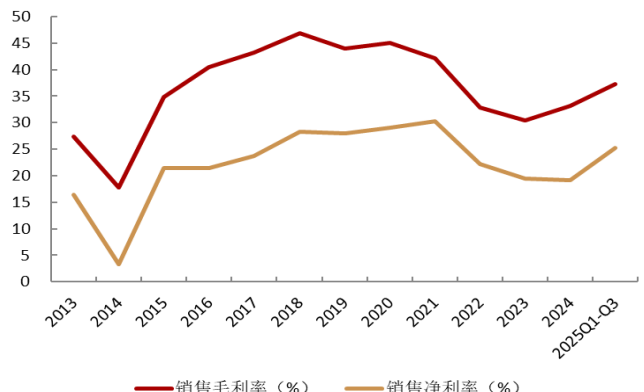
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司各项费率控制良好



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着内蒙项目放量，烯烃业务快速增长，毛利率有望提升，预计 2025-2027 年营收分别为 366.1 亿元、410.0 亿元、451.0 亿元，分别同比+90.0%、+12.0%、+10.0%；毛利率分别为 40.0%、42.0%、42.0%。

假设 2：焦化业务短期承压，长期需求稳定；预计 2025-2027 年营收分别为 91.0 亿元、95.5 亿元、105.1 亿元，分别同比-10.0%、+5.0%、+10.0%；毛利率分别为 27.0%、27.0%、27.0%。

表 1：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	329.8	494.9	545.3	597.8
yoy	13.2%	50.1%	10.2%	9.6%
营业成本（亿元）	220.5	309.5	332.2	364.2
毛利率	33.1%	37.5%	39.1%	39.1%
烯烃				
收入（亿元）	192.7	366.1	410.0	451.0
yoy		90.0%	12.0%	10.0%
成本（亿元）	126.8	219.6	237.8	261.6
毛利率	34.2%	40.0%	42.0%	42.0%
焦化产品				
收入（亿元）	101.1	91.0	95.5	105.1
yoy		-10.0%	5.0%	10.0%
成本（亿元）	71.6	66.4	69.7	76.7
毛利率	29.2%	27.0%	27.0%	27.0%
其他业务				
收入（亿元）	36.1	37.9	39.8	41.8
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	22.1	23.5	24.7	25.9
毛利率	38.7%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取煤化工行业的 3 家公司进行对比，2024 年平均 PE 为 13 倍，根据 wind 一致预期，2025 年平均 PE 为 16 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000830	鲁西化工	14.12	1.06	0.87	1.20	1.44	11.01	16.15	11.73	9.79
600623	华谊集团	8.18	0.43	0.48	0.67	0.75	16.38	17.12	12.18	10.96
600426	华鲁恒升	26.57	1.84	1.68	2.06	2.38	11.76	15.79	12.91	11.18
平均值							13.05	16.35	12.27	10.64
600989	宝丰能源	19.34	0.86	1.63	1.87	2.13	22.38	11.85	10.34	9.06

数据来源：Wind，截至2025/11/8，鲁西化工、华谊集团、华鲁恒升参考Wind一致预期，西南证券整理

公司是国内煤制烯烃龙头企业，具有成本优势，新项目持续推进中，看好公司长期成长性，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 35.18%，给予 2026 年 13 倍 PE，目标价 24.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

新项目进度不及预期风险；烯烃价格下降风险；焦化业务下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329.83	494.92	545.29	597.83	净利润	63.38	119.71	137.17	156.55
营业成本	220.50	309.54	332.19	364.17	折旧与摊销	21.80	33.64	38.81	41.47
营业税金及附加	6.45	8.67	9.79	10.81	财务费用	7.44	18.03	17.98	13.49
销售费用	1.17	1.49	1.73	1.94	资产减值损失	-0.14	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	16.31	19.75	23.73	26.48	经营营运资本变动	31.26	-53.40	7.82	17.37
财务费用	7.44	18.03	17.98	13.49	其他	-34.75	0.33	0.14	0.12
资产减值损失	-0.14	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	88.98	118.11	201.73	228.80
投资收益	0.16	0.10	0.13	0.16	资本支出	-181.77	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	66.48	0.00	0.03	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-115.29	-1.00	-0.97	-0.94
营业利润	78.28	137.74	160.21	181.30	短期借款	2.89	14.13	-15.73	0.00
其他非经营损益	-5.42	0.07	-2.68	-1.30	长期借款	39.89	0.10	0.10	0.10
利润总额	72.86	137.81	157.53	180.00	股权融资	-1.10	0.00	0.00	0.00
所得税	9.49	18.10	20.36	23.44	支付股利	-30.07	-24.03	-43.85	-52.35
净利润	63.38	119.71	137.17	156.55	其他	30.84	-82.60	-17.78	-13.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	42.46	-92.39	-77.26	-65.53
归属母公司股东净利润	63.38	119.71	137.17	156.55	现金流量净额	16.14	24.72	123.50	162.33
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	24.77	49.49	172.99	335.31	成长能力				
应收和预付款项	3.25	7.90	8.57	8.76	销售收入增长率	13.21%	50.05%	10.18%	9.64%
存货	15.75	49.53	53.15	58.27	营业利润增长率	15.36%	75.95%	16.31%	13.16%
其他流动资产	4.09	5.21	5.75	6.30	净利润增长率	12.16%	88.89%	14.59%	14.13%
长期股权投资	16.55	16.55	16.55	16.55	EBITDA 增长率	20.44%	76.15%	14.57%	8.87%
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	731.50	704.53	672.48	637.87	毛利率	33.15%	37.46%	39.08%	39.08%
无形资产和开发支出	61.51	55.87	50.14	44.32	三费率	7.56%	7.93%	7.96%	7.01%
其他非流动资产	38.24	38.31	38.37	38.44	净利率	19.22%	24.19%	25.16%	26.19%
资产总计	895.66	927.40	1018.01	1145.83	ROE	14.74%	22.81%	22.19%	21.66%
短期借款	7.60	21.73	6.00	6.00	ROA	7.08%	12.91%	13.47%	13.66%
应付和预收款项	28.25	41.38	44.34	48.86	ROIC	12.23%	19.65%	22.59%	26.46%
长期借款	215.13	215.23	215.33	215.43	EBITDA/销售收入	32.60%	38.27%	39.80%	39.52%
其他负债	214.63	124.34	134.09	152.88	营运能力				
负债合计	465.60	402.67	399.76	423.17	总资产周转率	0.41	0.54	0.56	0.55
股本	73.33	73.33	73.33	73.33	固定资产周转率	0.78	1.00	0.95	1.00
资本公积	71.76	71.76	71.76	71.76	应收账款周转率	1400.51	1195.22	847.97	883.83
留存收益	283.34	379.03	472.35	576.55	存货周转率	15.38	9.48	6.47	6.54
归属母公司股东权益	430.06	524.73	618.25	722.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	430.06	524.73	618.25	722.66	资产负债率	51.98%	43.42%	39.27%	36.93%
负债和股东权益合计	895.66	927.40	1018.01	1145.83	带息债务/总负债	47.84%	58.85%	55.37%	52.33%
					流动比率	0.23	0.75	1.64	2.41
					速动比率	0.15	0.42	1.28	2.06
					股利支付率	47.45%	20.07%	31.97%	33.44%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	107.52	189.41	217.00	236.25	每股收益	0.86	1.63	1.87	2.13
PE	22.38	11.85	10.34	9.06	每股净资产	5.86	7.16	8.43	9.85
PB	3.30	2.70	2.29	1.96	每股经营现金	1.21	1.61	2.75	3.12
PS	4.30	2.87	2.60	2.37	每股股利	0.41	0.33	0.60	0.71
EV/EBITDA	15.27	8.28	6.58	5.36					
股息率	2.12%	1.69%	3.09%	3.69%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn