

# 宝丰能源 (600989. SH) 深度报告： 油煤价差有望再扩大，内蒙古项目优势更突出 ——系列深度之二

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

李娟廷(证券分析师)

S0350524090007

lijt03@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宝丰能源	16.6%	-1.7%	20.5%
沪深300	25.4%	14.1%	8.1%

## 市场数据

2024/10/14

当前价格 (元)	16.85
52周价格区间 (元)	12.84-19.07
总市值 (百万)	123,567.12
流通市值 (百万)	123,567.12
总股本 (万股)	733,336.00
流通股本 (万股)	733,336.00
日均成交额 (百万)	615.02
近一月换手 (%)	0.51

## 相关报告

《宝丰能源 (600989) 2024年中报点评: 烯烃量利双增, 规划新疆煤制烯烃项目 (买入) \*化学原料\*李永磊, 董伯骏》——2024-08-14

《宝丰能源 (600989) 2024年一季报点评: Q1业绩同增, 煤制烯烃盈利有望进一步提升 (买入) \*化学原料\*李永磊, 董伯骏》——2024-04-27

《宝丰能源 (600989) 2023年报点评: 烯烃量利双增, 新项目陆续投产看好成长性 (买入) \*化学原料\*李永磊, 董伯骏》——2024-03-22

## ➤ 聚烯烃：油煤价差拉大将提升盈利，内蒙古烯烃项目成本优势有望扩大

- 1) 预计原油和煤炭价差继续拉大，煤制烯烃成本优势扩大。据IEA数据，2030年之前，全球原油需求仍将增长，全球原油供需保持紧平衡，油价有望维持在相对高位；随着国内水电、光伏、风电等可再生能源装机容量的不断提升，以及2024年水电利用小时数的提升，国内煤炭供需关系趋于宽松，若煤炭价格趋于下降，煤制烯烃相对油制烯烃的成本优势有望继续拉大。
- 2) 油头高成本产能去化，烯烃供给过剩有望缓解。在高油价及烯烃扩能背景下，运营成本相对较高的工厂陷入亏损状态，欧洲已有部分产能开始出清。
- 3) 公司内蒙古项目成本优势继续扩大。据公司公告，内蒙古烯烃项目首套装置将按计划于2024年10月投入试生产。据我们测算，由于能耗、物耗、运费、投资等方面的优势，按照2024年8月产品及原材料市场价格，内蒙古项目单吨聚烯烃净利为2811元/吨，相对宁东项目的1822元/吨再提升989元/吨。我们预计2024/2025/2026年公司聚乙烯毛利29/69/86亿元，聚丙烯毛利31/71/89亿元，烯烃板块盈利有望继续高增长。

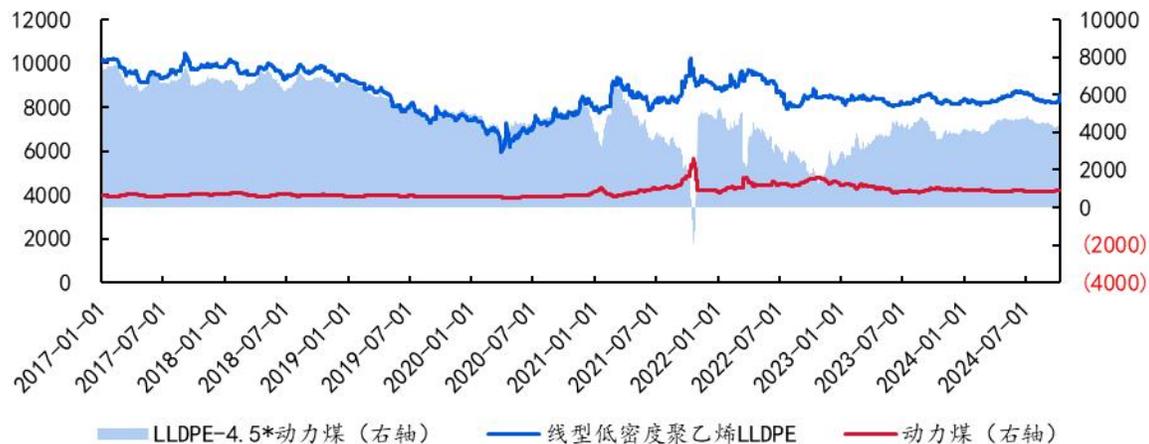
## ➤ 焦炭：盈利或触底，政策利好频出景气有望复苏

由于供过于求，目前焦炭行业或处于景气底部位置。当前，房地产利好政策出台，新一轮大型设备改造需求提升，钢材需求有望复苏，焦炭景气有望触底反弹。截至2024年中，公司具有焦炭产能700万吨/年，我们预计2024/2025/2026年公司焦炭毛利分别23/25/26亿元。

- 盈利预测与估值：我们预计2024/2025/2026年公司营业收入分别为355、549、591亿元，归母净利润分别为74、144、178亿元，对应PE分别为17、9、7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：碳中和政策带来的项目审批和建设进度不达预期；产品和原料价格波动风险；项目投产不达预期；销量增长不达预期；工厂安全环保生产风险；测算结果与实际情况存在一定偏差风险。

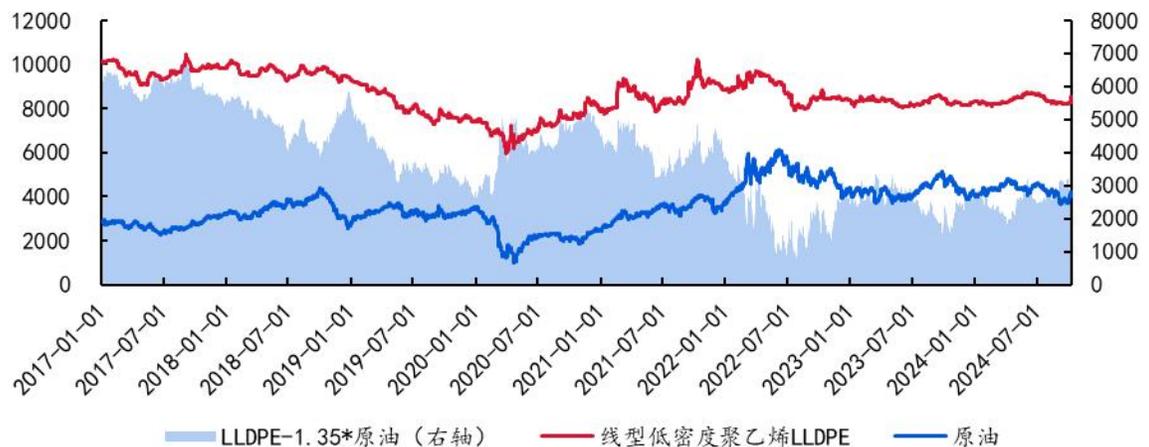
# 煤制烯烃成本优势显著

图表：煤制聚乙烯价格价差（元/吨）



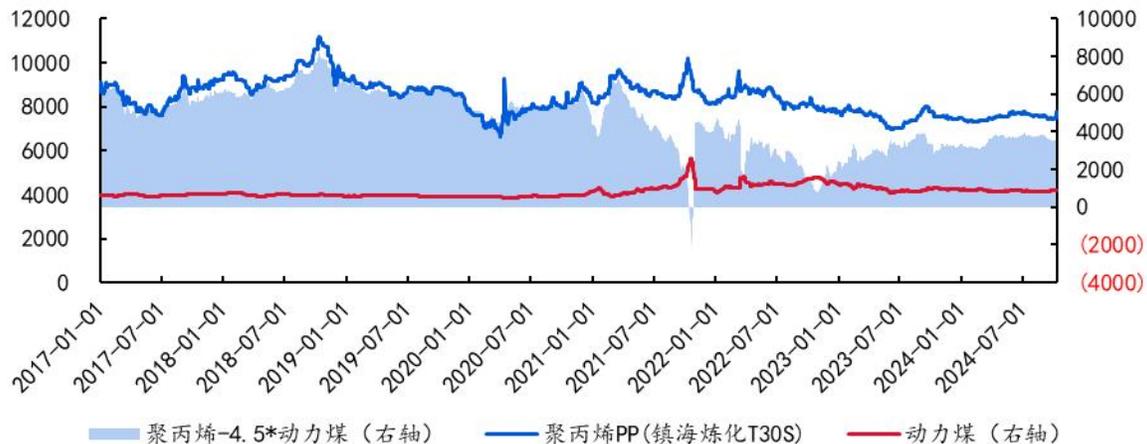
资料来源：Wind、卓创资讯、国海证券研究所

图表：煤制聚丙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、中国石油公告、国海证券研究所

图表：油制聚乙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、国海证券研究所

图表：油制聚丙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、中国石油公告、国海证券研究所

图表：宝丰能源业绩拆分

		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
焦炭	产能 (万吨/年)	400	400	400	700	700	700	700	700
	销售数量 (万吨)	458.04	442.68	454.39	621.36	697.55	700.00	700.00	700.00
	平均售价 (元/吨)	1160	1158	1965	2042	1575	1339	1288	1288
	销售收入 (亿元)	53.13	51.25	89.27	126.85	109.85	93.76	90.14	90.14
	毛利率	46.06%	53.55%	55.23%	35.69%	29.02%	24.59%	27.96%	29.25%
	单吨毛利 (元/吨)	534	620	1085	729	457	329	360	377
	毛利 (亿元)	24.48	27.44	49.30	45.27	31.88	23.06	25.20	26.36
聚乙烯	产能 (万吨/年)	38	60	60	60	100	265	265	265
	销售数量 (万吨)	42.26	68.62	73.79	70.41	83.25	118.75	265.00	291.50
	平均售价 (元/吨)	6821	6215	7330	7464	7084	7009	6862	6862
	销售收入 (亿元)	28.82	42.65	54.09	52.55	58.97	83.23	181.83	200.01
	毛利率	44.09%	42.77%	32.31%	28.05%	30.25%	35.41%	37.97%	43.06%
	单吨毛利 (元/吨)	3008	2658	2368	2094	2143	2482	2605	2955
	毛利 (亿元)	12.71	18.24	17.48	14.74	17.84	29.47	69.04	86.12
聚丙烯	产能 (万吨/年)	37.5	60	60	60	110	260	260	260
	销售数量 (万吨)	39.12	63.39	62.42	65.98	75.28	122.50	260.00	286.00
	平均售价 (元/吨)	7685	6970	7657	7395	6759	6691	6557	6557
	销售收入 (亿元)	30.06	44.18	47.80	48.79	50.88	81.97	170.49	187.54
	毛利率	44.09%	42.77%	32.31%	28.05%	30.25%	38.13%	41.92%	47.21%
	单吨毛利 (元/吨)	3388	2981	2474	2074	2045	2551	2749	3095
	毛利 (亿元)	13.25	18.90	15.44	13.69	15.39	31.25	71.47	88.53
合计	销售收入 (亿元)	135.68	159.28	233.00	284.30	291.36	354.51	548.60	591.35
	销售成本 (亿元)	76.05	87.45	134.66	190.84	202.79	237.48	344.46	347.75
	毛利 (亿元)	59.64	71.83	98.34	93.46	88.57	117.03	204.14	243.60
	净利 (亿元)	38.02	46.23	70.70	63.03	56.51	73.85	144.39	178.31

资料来源：Wind、公司招股说明书、公司公告、环评报告、国家级新疆准东经济技术开发区官网、国海证券研究所

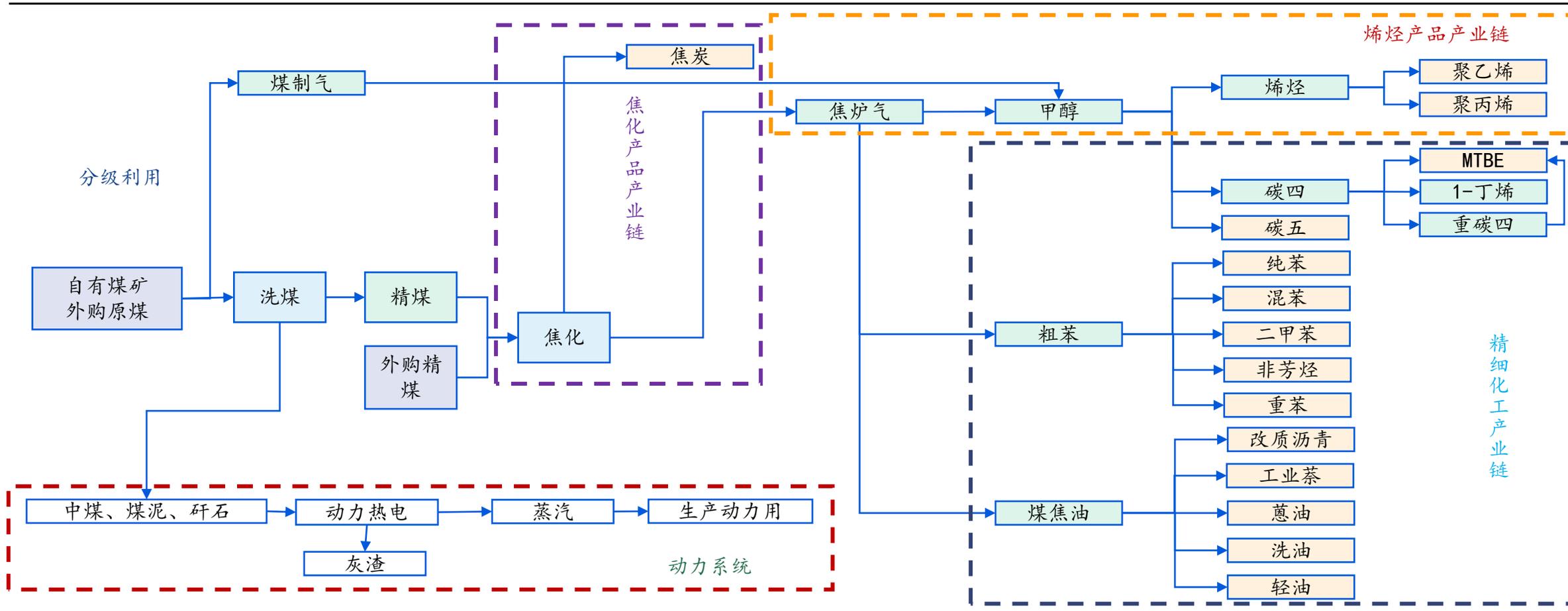
预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	29136	35451	54860	59135
增长率(%)	2	22	55	8
归母净利润（百万元）	5651	7385	14439	17831
增长率(%)	-10	31	96	23
摊薄每股收益（元）	0.77	1.01	1.97	2.43
ROE(%)	15	16	26	26
P/E	19.18	16.73	8.56	6.93
P/B	2.81	2.75	2.24	1.83
P/S	3.72	3.49	2.25	2.09
EV/EBITDA	14.26	12.42	6.69	5.37

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- 煤制烯烃龙头企业
- 烯烃成本优势显著
- 焦炭板块盈利触底
- 盈利预测与投资评级
- 风险提示

- 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）。

图表：宝丰能源产业链图



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

# 内蒙古项目投产在即，规划新疆煤制烯烃项目

图表：宝丰能源在建项目情况（截至2024年6月）

	项目名称	产品名称	在建产能（万吨/年）	投资额（亿元）	预计投产时间
烯烃	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（一期）	甲醇	660	478.11	2024年10月
		聚乙烯	165		
		聚丙烯	150		
	新疆宝丰煤基新材料有限公司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	甲醇	1120	-	-
		聚乙烯	195		
		聚丙烯	195		
		超高分子量聚乙烯	3		
	EVA	25			
煤炭	丁家梁煤矿	煤炭	90	19.94	2025年初

资料来源：公司公告、环评报告、国家级新疆准东经济技术开发区官网、国海证券研究所

图表：宝丰能源历史产能情况及未来产能预测（截至2024年6月）

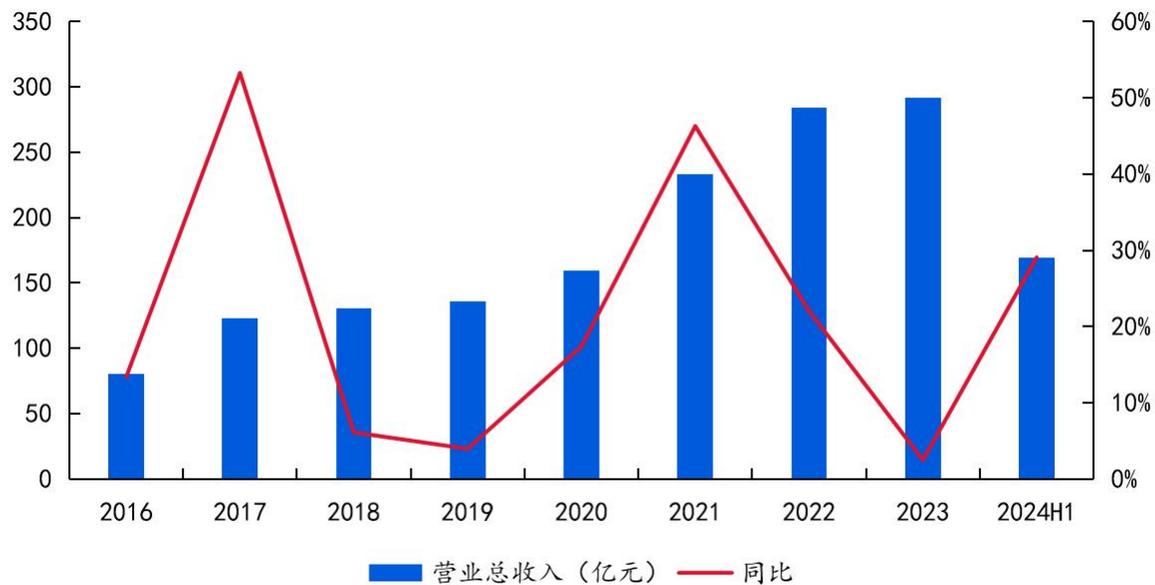
产品名称	产能（万吨/年）									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
烯烃板块	聚乙烯	30	60	60	60	60	100	265	265	265
	聚丙烯	30	60	60	60	60	110	260	260	260
	EVA	-	-	-	-	-	25	25	25	25
	甲醇	180	180	400	400	400	550	1210	1210	1210
煤焦板块	焦炭	400	400	400	400	700	700	700	700	700
	煤矿权益产能合计	510	510	750	750	846	1042	1042	1132	1132
	四股泉煤矿	150	150	150	150	150	150	150	150	150
	红四煤矿	-	-	240	240	240	300	300	300	300
	马莲台煤矿	360	360	360	360	360	400	400	400	400
	丁家梁煤矿	-	-	-	-	-	-	-	90	90
	红一煤矿（40%权益）	-	-	-	-	240	240	240	240	240
红二煤矿（40%权益）	-	-	-	-	-	240	240	240	240	

资料来源：公司招股说明书、公司公告、环评报告、国家级新疆准东经济技术开发区官网、国海证券研究所

注：丁家梁煤矿项目的预计投产时间为我们根据宝丰能源2024年半年报披露的项目工程进度推算

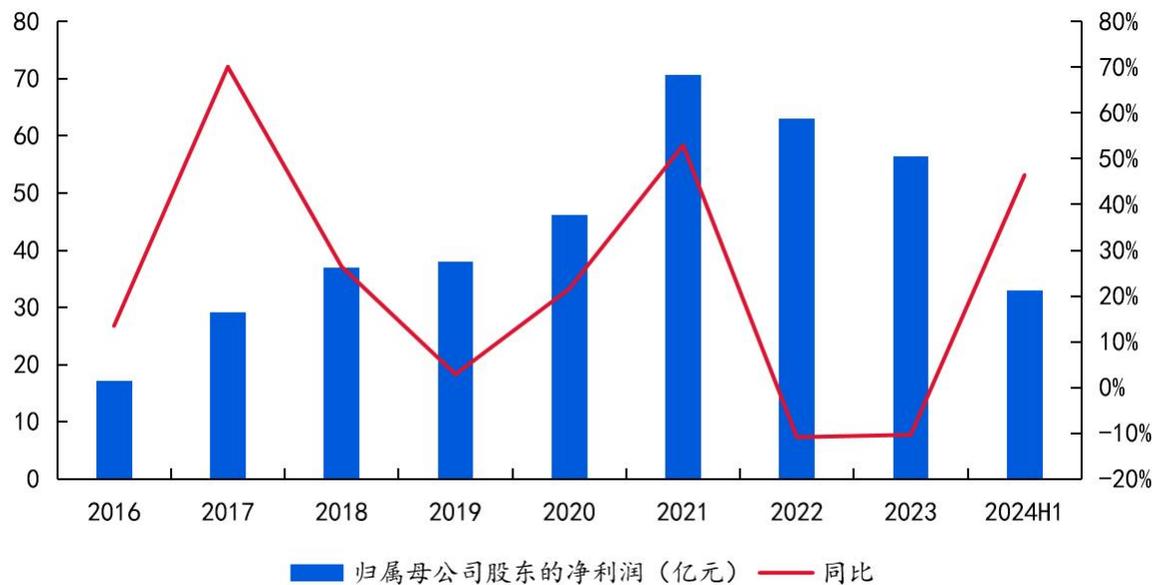
- 2023年，公司实现营业收入291.36亿元，同比增长2.48%；实现归属于上市公司股东的净利润56.51亿元，同比减少10.34%。2023年公司烯烃三期项目投产，烯烃销量增加，叠加煤价下行盈利修复，公司烯烃板块毛利同比增长，但受到焦炭价格大幅下行影响，焦化产品毛利下行，影响公司整体盈利。2023年，公司聚乙烯平均单价7083.48元/吨，同比下降5.09%；聚丙烯平均单价6758.90元/吨，同比下降8.60%；焦炭平均单价1574.76元/吨，同比下降22.86%。原材料方面，2023年公司气化原料煤平均采购单价为616.76元/吨，同比下降19.06%；炼焦精煤平均采购单价为1239.91元/吨，同比下降25.16%；动力煤平均采购单价为464.78元/吨，同比下降21.78%。

图表：宝丰能源营业收入



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：宝丰能源归母净利润

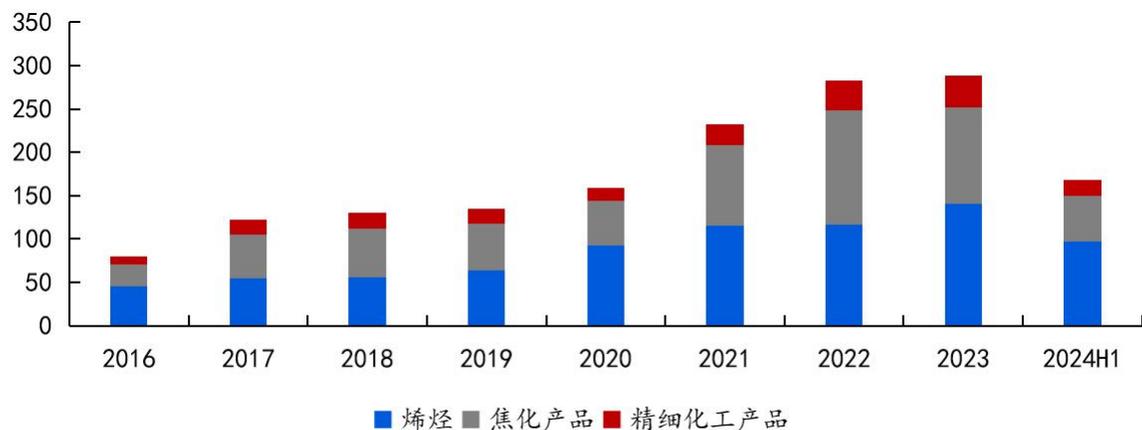


资料来源：Wind、国海证券研究所

# 烯烃及焦化为公司主要利润来源

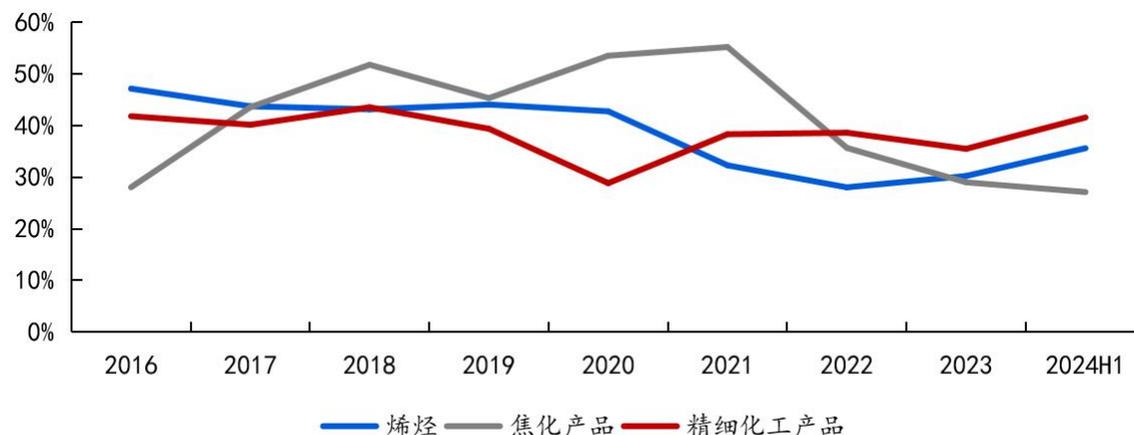
- 2023年公司烯烃产品实现营业收入140.38亿元，同比增长20.13%，毛利率30.25%，同比增加2.20个百分点；焦化产品实现营业收入111.83亿元，同比减少14.62%，毛利率29.02%，同比下降6.67个百分点；精细化工产品实现营业收入36.70亿元，同比增加5.68%，毛利率35.51%，同比下降3.12个百分点。

图表：宝丰能源营收结构（亿元）



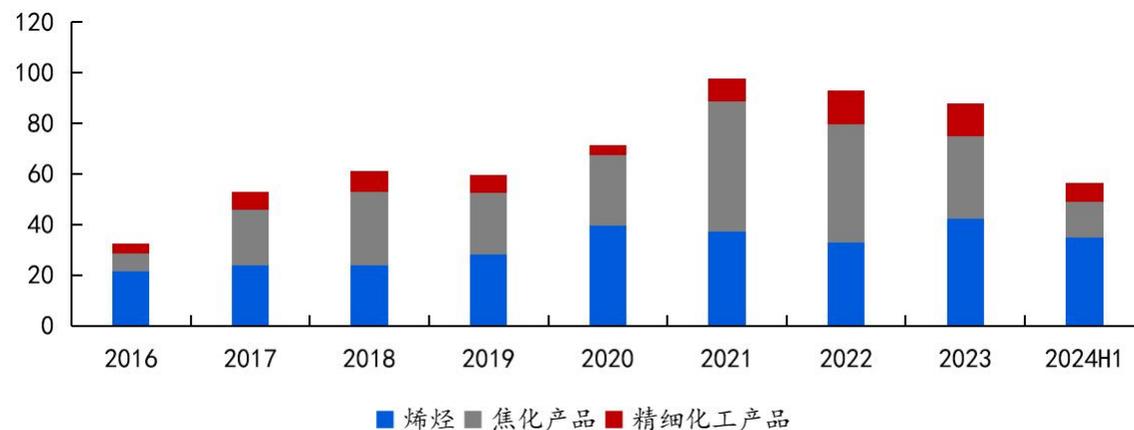
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：宝丰能源分产品毛利率



资料来源：Wind、国海证券研究所

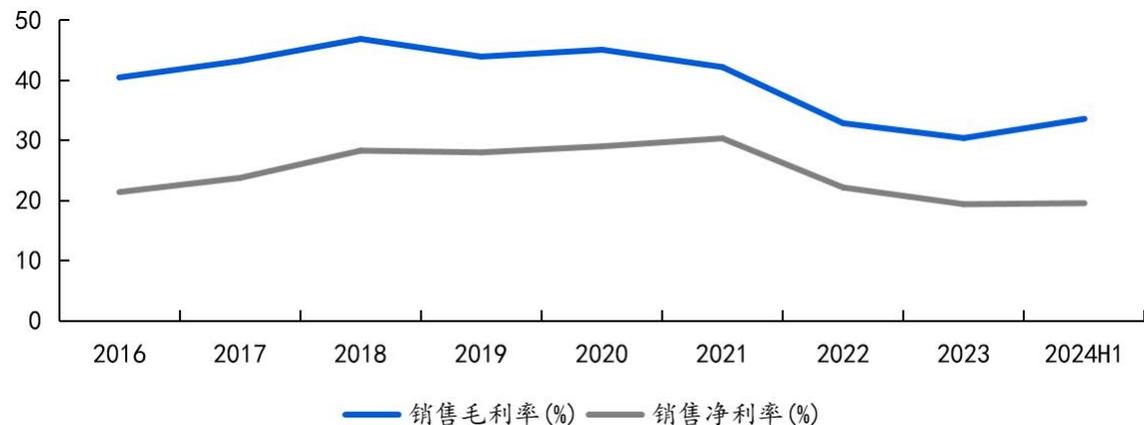
图表：宝丰能源毛利结构（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

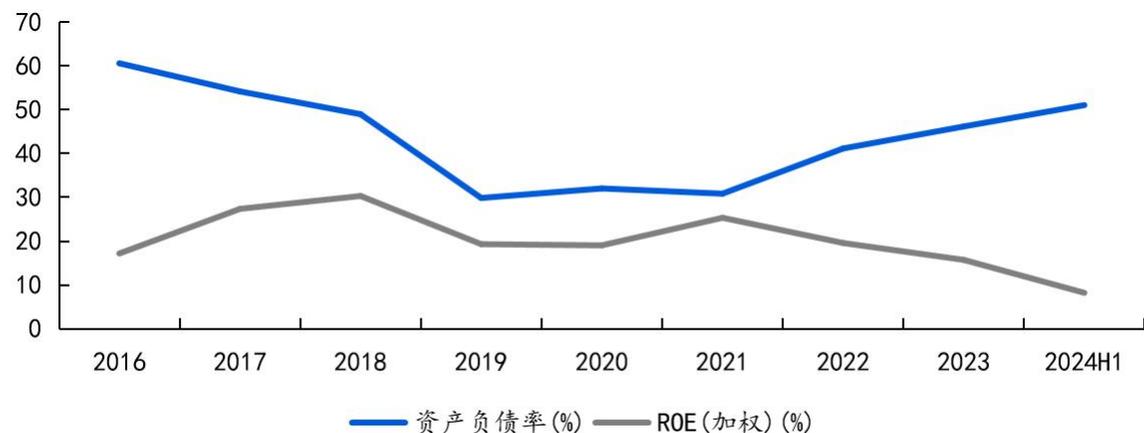
# 2016-2023年公司经营性现金流持续增长

图表：宝丰能源毛利率及净利率情况



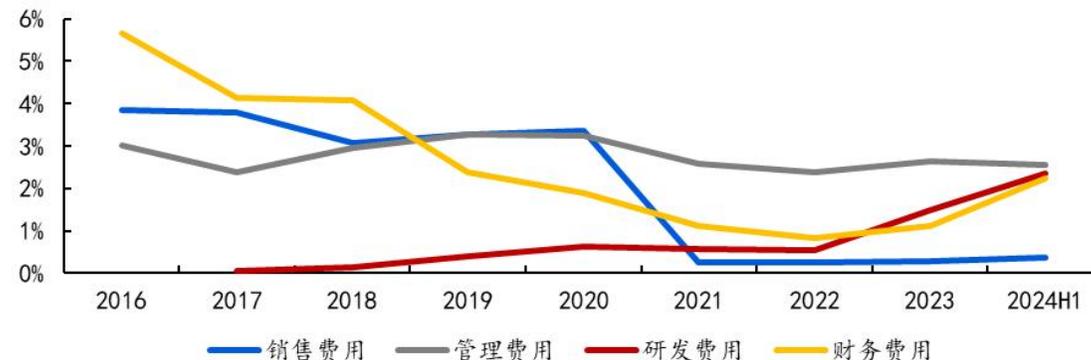
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：宝丰能源资产负债率及ROE



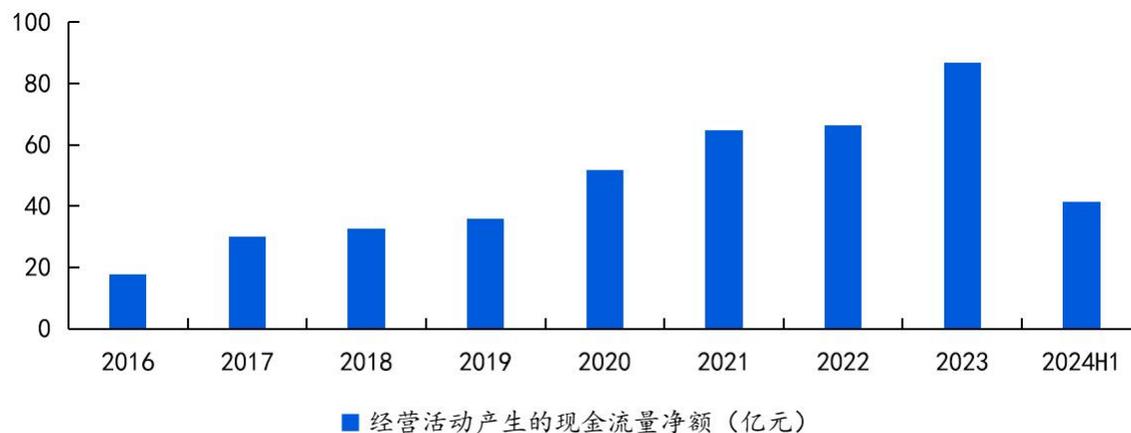
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：宝丰能源期间费用率情况



资料来源：Wind、公司公告、国海证券研究所（公司根据中国证监会新颁布的《监管规则适用指引》，2021年起将配送产生的运输费、装卸费在营业成本进行核算）

图表：宝丰能源经营活动产生的现金流量净额情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 煤制烯烃龙头企业
- 烯烃成本优势显著
- 焦炭板块盈利触底
- 盈利预测与投资评级
- 风险提示

- ▶ 截至2023年底，公司具有烯烃产能210万吨/年，EVA产能25万吨/年。公司内蒙古烯烃项目首套装置将按计划于2024年10月投入试生产。
- ▶ 我们预计2024/2025/2026年公司聚乙烯营收分别为83/182/200亿元，毛利29/69/86亿元，毛利率35%/38%/43%；聚丙烯实现营收82/170/188亿元，毛利31/71/89亿元，毛利率38%/42%/47%。

图表：宝丰能源聚烯烃盈利拆分及预测

		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
聚乙烯	产能 (万吨/年)	38	60	60	60	100	265	265	265
	销售数量 (万吨)	42.26	68.62	73.79	70.41	83.25	118.75	265.00	291.50
	平均售价 (元/吨)	6821	6215	7330	7464	7084	7009	6862	6862
	销售收入 (亿元)	28.82	42.65	54.09	52.55	58.97	83.23	181.83	200.01
	毛利率	44.09%	42.77%	32.31%	28.05%	30.25%	35.41%	37.97%	43.06%
	单吨毛利 (元/吨)	3008	2658	2368	2094	2143	2482	2605	2955
	毛利 (亿元)	12.71	18.24	17.48	14.74	17.84	29.47	69.04	86.12
聚丙烯	产能 (万吨/年)	37.5	60	60	60	110	260	260	260
	销售数量 (万吨)	39.12	63.39	62.42	65.98	75.28	122.50	260.00	286.00
	平均售价 (元/吨)	7685	6970	7657	7395	6759	6691	6557	6557
	销售收入 (亿元)	30.06	44.18	47.80	48.79	50.88	81.97	170.49	187.54
	毛利率	44.09%	42.77%	32.31%	28.05%	30.25%	38.13%	41.92%	47.21%
	单吨毛利 (元/吨)	3388	2981	2474	2074	2045	2551	2749	3095
	毛利 (亿元)	13.25	18.90	15.44	13.69	15.39	31.25	71.47	88.53

资料来源：Wind、公司招股说明书、公司公告、环评报告、国家级新疆准东经济技术开发区官网、国海证券研究所

# 聚乙烯供需平衡，关注低成本优势产能

图表：聚乙烯供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能（万吨/年）	1697.80	1812.80	1905.80	2255.80	2660.80	2870.80	3130.80	3183.30	3555.34	4314.51
产量（万吨）	1398.60	1587.42	1765.08	2004.19	2348.39	2540.58	2789.93	3033.89	3298.11	3585.78
开工率	82.38%	87.57%	92.62%	88.85%	88.26%	88.50%	89.11%	95.31%	92.77%	83.11%
进口量（万吨）	1179.79	1402.45	1666.43	1853.38	1349.74	1346.57	1344.11	1317.23	1290.89	1265.07
出口量（万吨）	24.69	22.77	28.23	25.23	47.93	72.19	83.48	87.66	92.04	96.64
表观消费量（万吨）	2553.71	2967.10	3403.28	3832.34	3650.20	3814.96	4050.56	4263.47	4496.96	4754.21
表观消费量增速	-	16.19%	14.70%	12.61%	-4.75%	4.51%	6.18%	5.26%	5.48%	5.72%

资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

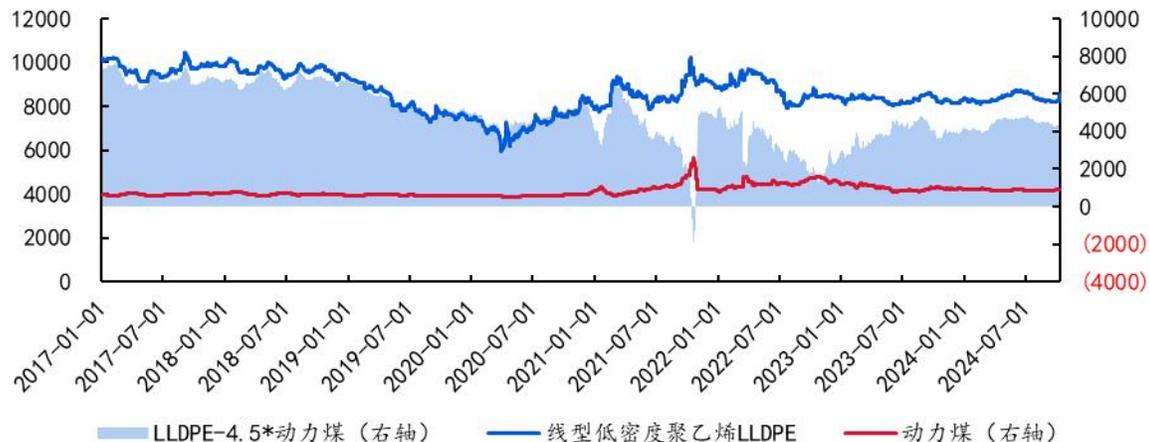
图表：聚丙烯供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能（万吨/年）	2144.00	2244.00	2446.00	2816.00	3131.00	3394.00	3889.00	3927.33	4401.87	5168.53
产量（万吨）	1398.60	1587.42	1765.08	2004.19	2348.39	2540.58	2789.93	3021.49	3196.83	3379.74
开工率	65.23%	70.74%	72.16%	71.17%	75.00%	74.86%	71.74%	76.93%	72.62%	65.39%
进口量（万吨）	317.79	327.96	349.09	450.45	292.46	293.22	269.72	242.75	230.61	219.08
出口量（万吨）	29.49	31.17	34.32	36.35	114.63	115.66	114.67	172.00	180.60	189.63
表观消费量（万吨）	1686.90	1884.21	2079.85	2418.29	2526.22	2718.14	2944.98	3092.23	3246.84	3409.19
表观消费量增速	-	11.70%	10.38%	16.27%	4.46%	7.60%	8.35%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

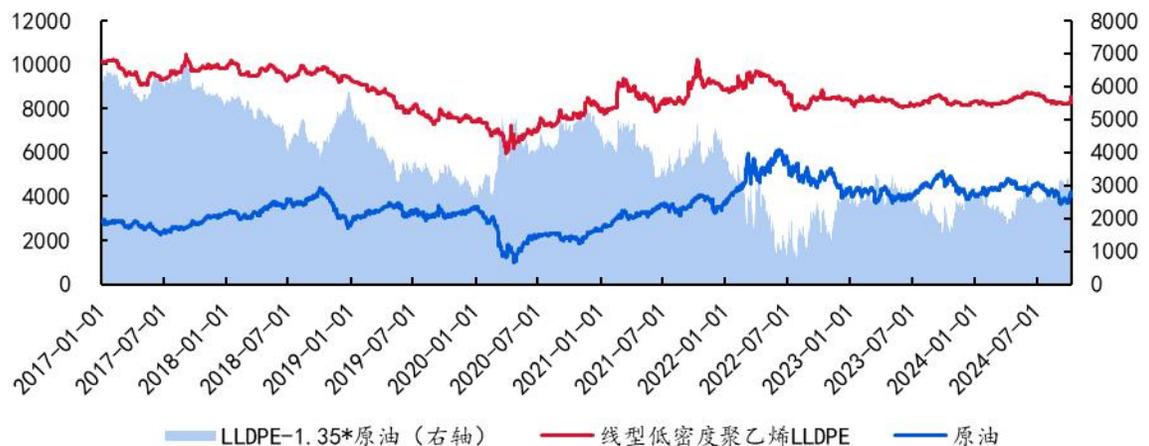
# 煤制烯烃成本优势显著

图表：煤制聚乙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、国海证券研究所

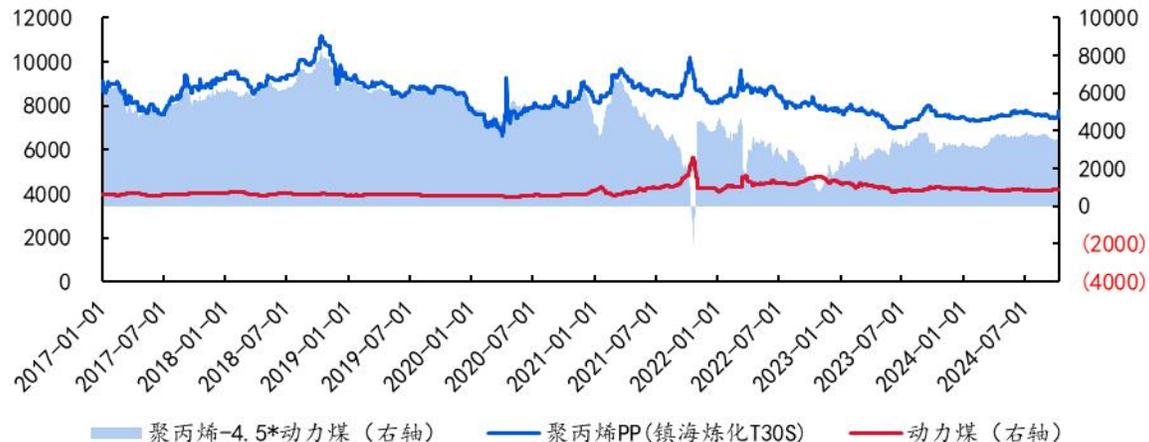
图表：煤制聚丙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、中国石油公司公告、国海证券研究所

注：原油价格=布伦特原油期货结算价\*7.389桶/吨\*美元兑人民币汇率

图表：油制聚乙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、国海证券研究所

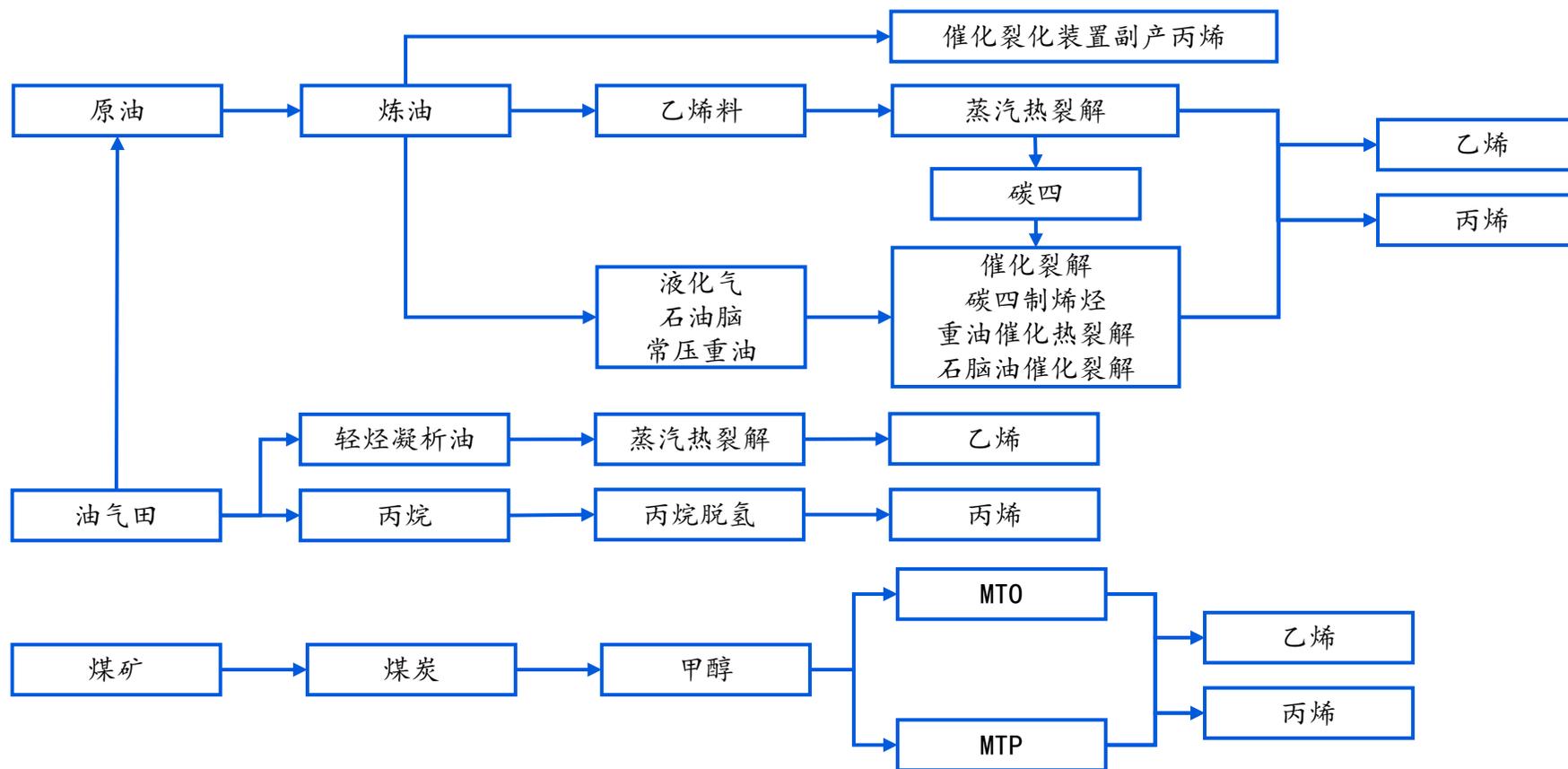
图表：油制聚丙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、中国石油公司公告、国海证券研究所

注：原油价格=布伦特原油期货结算价\*7.389桶/吨\*美元兑人民币汇率

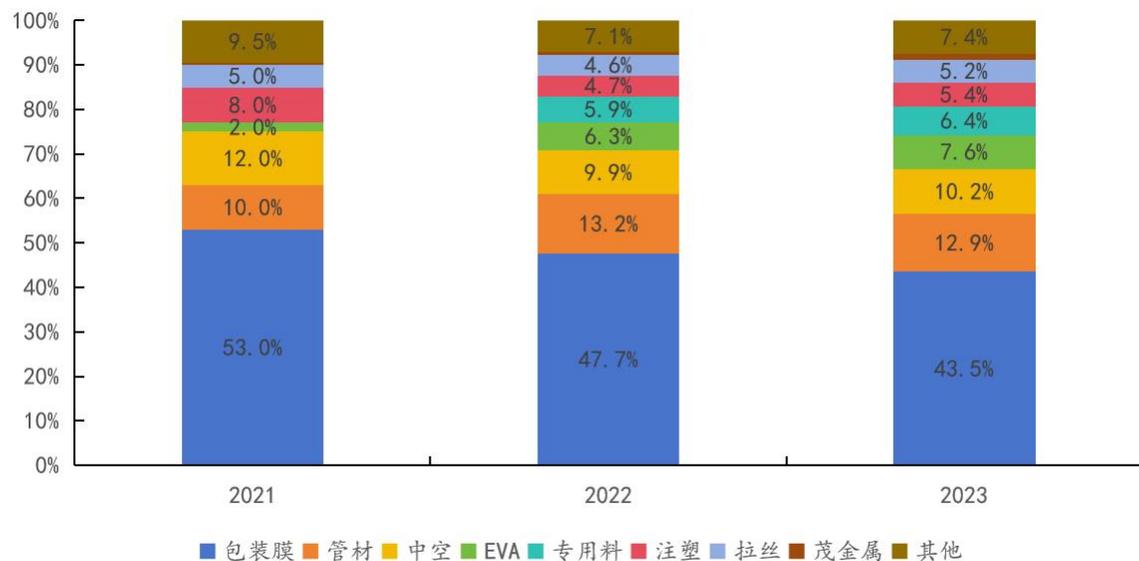
图表：三种典型烯烃制取工艺路线示意图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

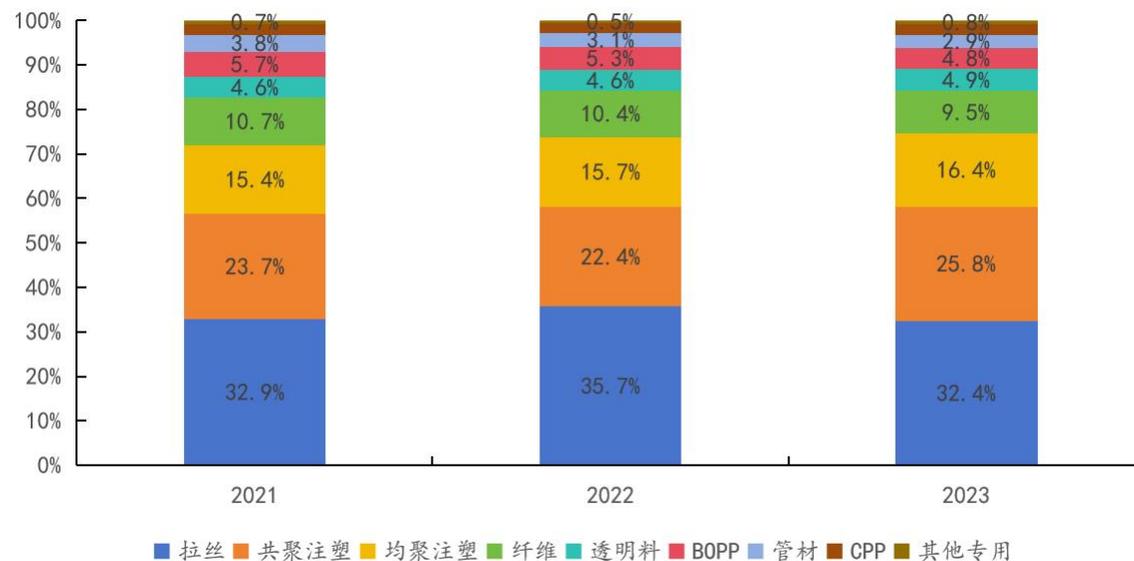
- 聚乙烯（PE）具有良好的耐低温性和化学稳定性，并且可以采用吹塑、挤出、注塑成型的方法进行加工，其下游产品形态主要有薄膜、中空容器、管材、注塑制品等，被广泛应用在包装、农业、通信、建筑和电子电器等国民经济各个领域。据百川盈孚，2023年国内PE需求结构中包装膜占比43.5%、管材占比12.9%、中空占比10.2%、EVA占比7.6%。
- 据卓创资讯，从聚丙烯下游2023年需求结构来看，拉丝占比32.4%，共聚注塑占比25.8%，均聚注塑占比16.4%，纤维占比9.5%。从终端产品来看，拉丝制品主要是用于粮食、化肥及水泥等的包装上，注塑制品主要用在小家电、日用品、玩具、洗衣机、汽车和周转箱上，薄膜（BOPP）制品主要用于食品包装领域。

图表：聚乙烯需求结构



资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

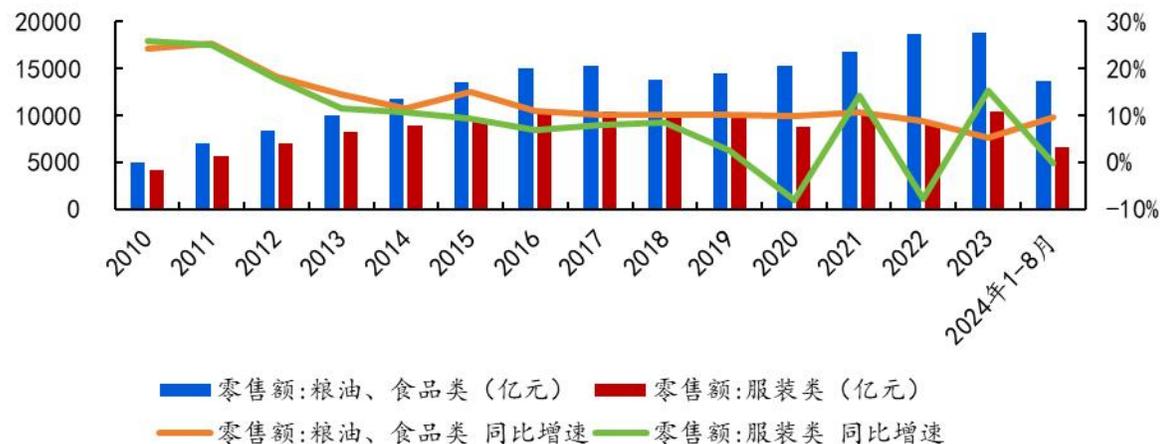
图表：聚丙烯需求结构



资料来源：卓创资讯、国海证券研究所

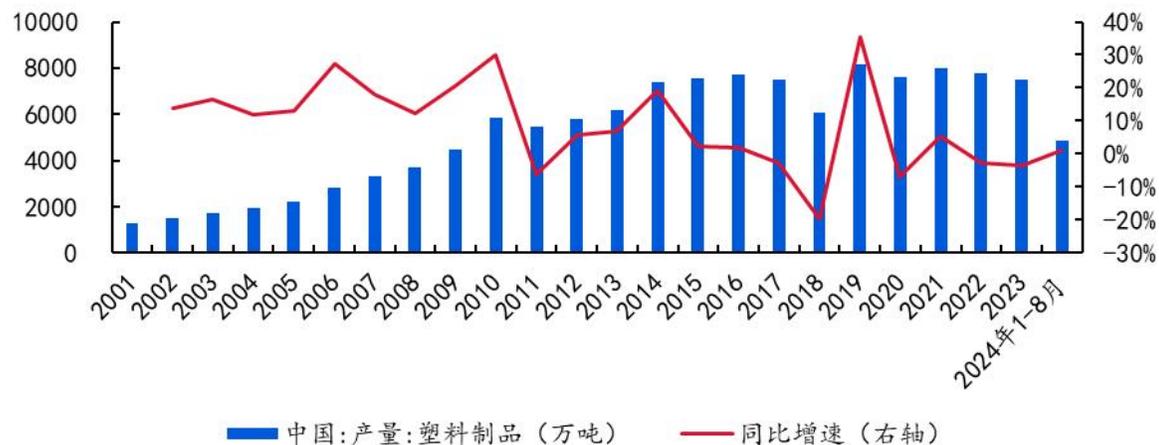
# 聚烯烃需求有望持续增长

图表：薄膜下游需求市场情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国塑料制品产量



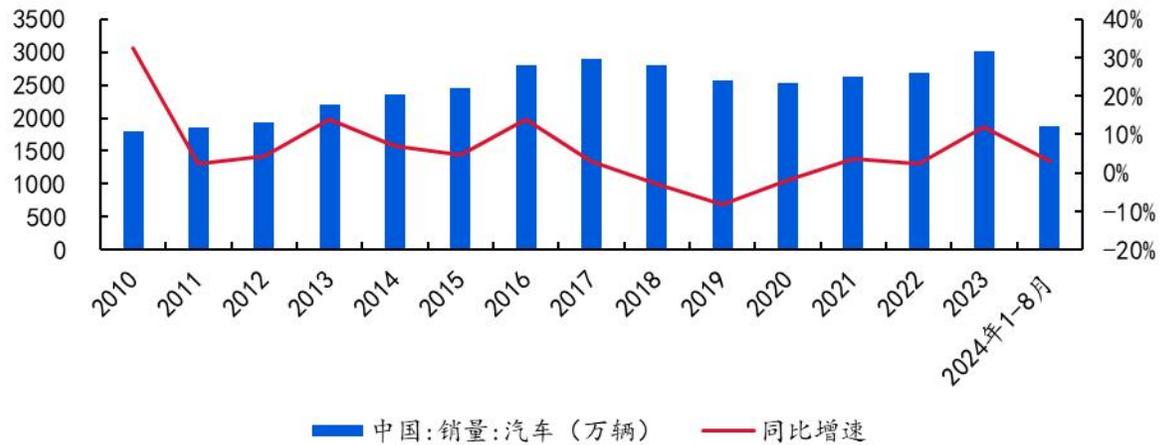
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国大家电销售量



资料来源：Wind、国海证券研究所

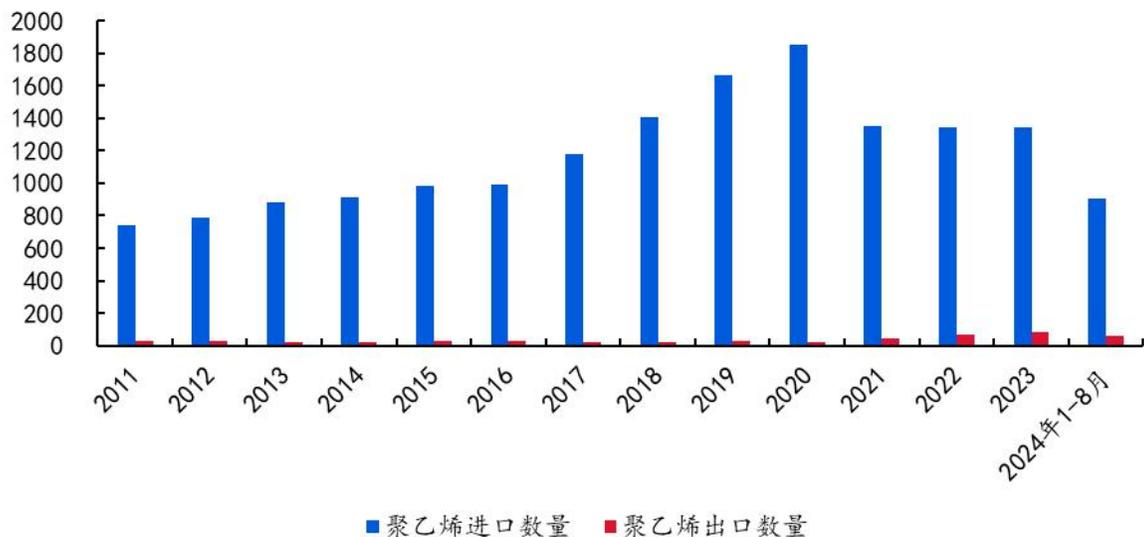
图表：我国汽车销量



资料来源：Wind、国海证券研究所

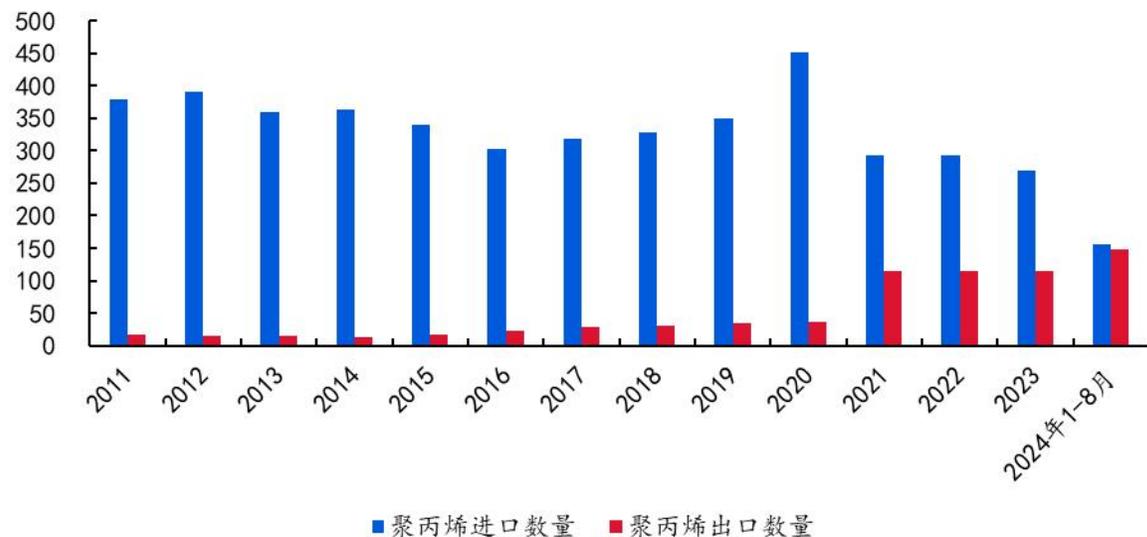
- 我国虽然是聚乙烯生产大国，但每年仍要大量依赖进口，行业贸易逆差较大。随着国内大炼化及煤制烯烃等项目投产，2023年聚乙烯进口量已较2020年大幅下降，2023年我国进口聚乙烯数量为1344万吨，较2020年的高位已下降509万吨，降幅27.48%。未来随着国内在建项目进一步投产，特别是随着国内超高分子量聚乙烯、POE等高端聚烯烃产能发展，进口聚乙烯市场有望进一步被国产产品替代。
- 随着国内聚丙烯产能稳步增长，对外依赖度逐步走低。2023年，我国聚丙烯进口数量为270万吨，同比下降8.01%；出口数量为115万吨，同比下降0.86%。2024年1-8月，我国聚丙烯进口量为156万吨，同比下降13.49%；出口数量为148万吨，同比大幅增长96.38%。

图表：聚乙烯进出口量（万吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：聚丙烯进出口量（万吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 据我们不完全统计，截至2024年9月，国内在建/拟建聚乙烯产能为1959万吨/年，其中煤制聚乙烯产能为699万吨/年、油制聚乙烯产能为1050万吨/年、轻烃裂解制聚乙烯产能为210万吨/年；国内在建/拟建聚丙烯产能为2262万吨/年，其中煤制聚丙烯产能为708万吨/年、油制聚丙烯产能为699万吨/年、轻烃裂解制聚丙烯产能为855万吨/年。

图表：煤制烯烃新增产能（截至2024年9月）

	公司名称	项目名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
内蒙古	宝丰能源	260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃	165	2024年10月	150	2024年10月
内蒙古	神华包头	神华包头煤制烯烃升级示范项目	40	2025底	35	2025底
新疆	东明塑胶	新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目	40	2026年4月	50	2026年4月
新疆	山能化工	新疆山能化工有限公司准东五彩湾80万吨年煤制烯烃项目	45	2026年	45	2026年
陕西	中煤榆林	中煤榆林煤炭深加工基地项目	35	2026年	55	2026年
陕西	陕煤榆林	1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目	30	2026年底	30	2026年底
山西	中煤平朔	中煤平朔煤基烯烃新材料及下游深加工一体化项目	40	2026年12月	20	2026年12月
内蒙古	中石化	中石化80万吨煤制烯烃项目	34	-	53	-
新疆	新疆中新建	煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程150万吨/年煤制烯烃项目	75	-	75	-
新疆	宝丰能源	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	195	-	195	-
		合计产能	699	-	708	-

资料来源：各省市人民政府官网、生态环境部官网、各公司公告、各公司官网、煤炭深加工现代煤化工公众号、中阅企数据、浙江塑料网、国海证券研究所

注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

图表：油制烯烃新增产能（截至2024年9月）

公司名称	项目名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
埃克森美孚	埃克森美孚惠州乙烯一期项目	164.54	2024年12月	83.7	2024年12月
中国石油吉林石化公司	炼油化工转型升级项目	40	2025年6月	-	-
山东裕龙石化	裕龙岛炼化一体化项目（一期）	150	2025年12月	190	2024年9月
中国石化塔河炼化	顺北原油蒸汽裂解百万吨级乙烯项目	105	2025年12月	50	2026年7月
中石油广西石化	中石油广西石化炼化一体化升级项目	70	2025年12月	40	2025年12月
中国石化公司茂名分公司	乙烯提质改造项目	40	2025年12月	50	2025年12月
中石化洛阳石化	百万吨乙烯项目	90	2025年12月	60	2025年12月
中国石油独山子石化	独山子石化塔里木二期乙烯项目	120	2026年6月	45	2026年6月
中石油兰州石化	兰州石化公司转型升级乙烯改造项目	45	2026年12月	40	2026年12月
中石化湖南石化	岳阳地区100万吨/年乙烯炼化一体化及炼油配套改造项目	80	2026年12月		2026年12月
中石化扬子石化	聚烯烃新材料项目	65	2027年12月	40	2027年12月
中石化镇海炼化	中国石化镇海基地150万吨/年乙烯及下游高端新材料产业集聚项目	80	2027年12月	30	2027年12月
中国石油乌鲁木齐石化分公司	炼油转型升级高效发展项目	-	-	45	-
中石化齐鲁石化	25万吨/年聚丙烯合资项目	-	-	25	-
合计产能		1049.54	-	698.7	-

资料来源：各省市人民政府官网、各省生态环境厅官网、兰州市生态环境局官网、国化新材料研究院、新疆生态环保产业协会、北京中智伟业、国海证券研究所  
注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

图表：轻烃裂解制烯烃新增产能（截至2024年9月）

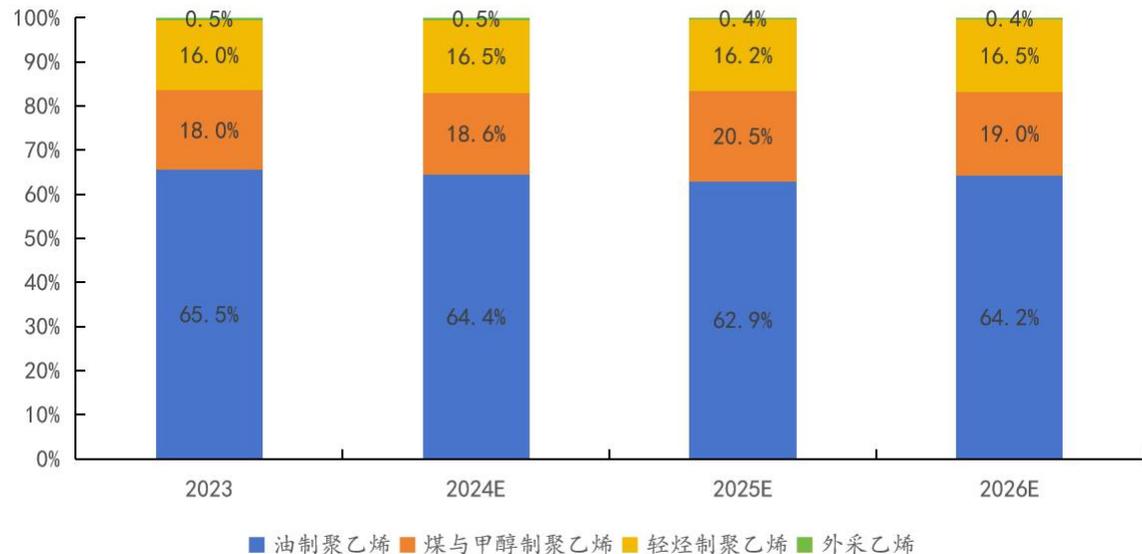
公司名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
卫星化学	135	2025年12月	-	-
中国石化天津石化	50	2024年7月	-	-
万华化学	25	2024年10月	-	-
利华益维远	-	-	20	2024年10月
中景石化	-	-	60	2024年10月
园锦新材料	-	-	60	2024年12月
新海石化	-	-	30	2025年5月
中景石化	-	-	60	2025年5月
国亨化学	-	-	45	2025年8月
永荣新材料	-	-	20	2025年8月
大连铭源	-	-	60	2025年9月
江苏延长中燃	-	-	30	2025年11月
东华能源	-	-	80	2025年12月
永荣新材料	-	-	60	2026年7月
永荣新材料	-	-	110	2026年8月
宁波金发	-	-	40	2026年9月
开金蓝天	-	-	90	2026年9月
开金蓝天	-	-	60	2026年10月
开金蓝天	-	-	30	2026年11月
合计产能	210	-	855	-

资料来源：卓创资讯、中国能源新闻网、连云港徐圩新区官网、公司公告、国海证券研究所

注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

- 国内主要的制烯烃工艺仍然是石脑油裂解。据公司2023年年报，按原料来源分，2023年我国聚乙烯产能中，油制聚乙烯占据第一，产能占比65.5%；其次为煤与甲醇，产能占比18.0%；再次为轻烃，产能占比16.0%。2023年我国聚丙烯产能中油制聚丙烯占据第一，产能占比58.0%；其次为煤与甲醇，产能占比24.0%；再次为丙烷，产能占比18.0%。

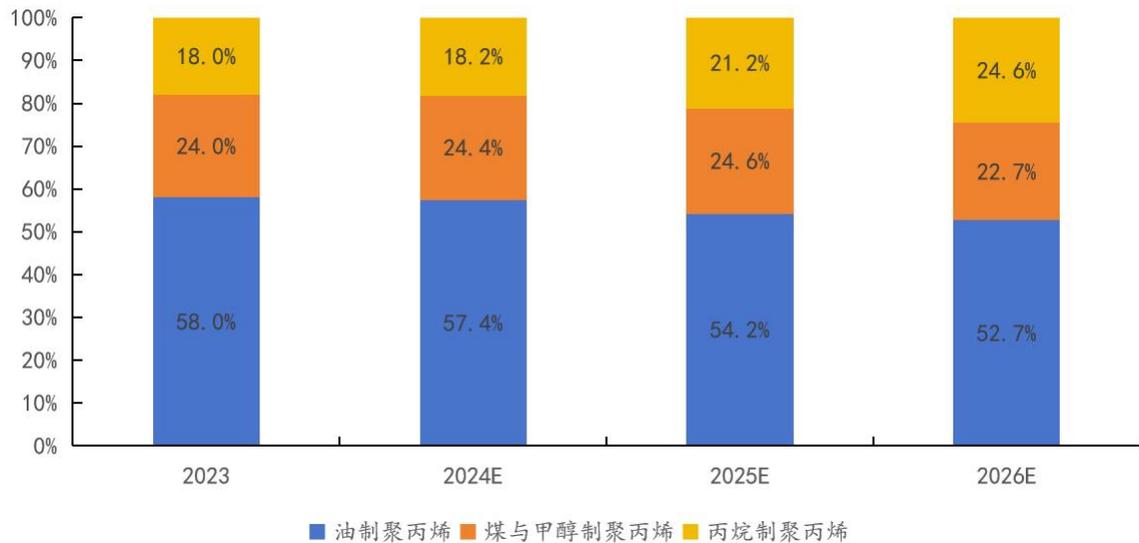
图表：聚乙烯产能结构



资料来源：公司公告、卓创资讯、中国能源新闻网、连云港徐圩新区官网、各省市人民政府官网、各省生态环境厅官网、兰州市生态环境局官网、国化新材料研究院、新疆生态环保产业协会、北京中智伟业、生态环境部官网、各公司公告、各公司官网、煤炭深加工现代煤化工公众号、中阀企数据、浙江塑料网、国海证券研究所

注：2024E-2026E新增产能情况基于前文截至2024年9月的不完全统计

图表：聚丙烯产能结构



资料来源：卓创资讯、中国能源新闻网、连云港徐圩新区官网、各省市人民政府官网、各省生态环境厅官网、兰州市生态环境局官网、国化新材料研究院、新疆生态环保产业协会、北京中智伟业、生态环境部官网、各公司公告、各公司官网、煤炭深加工现代煤化工公众号、中阀企数据、浙江塑料网、国海证券研究所

# 原油供需：EIA预计2025年之前整体偏紧平衡

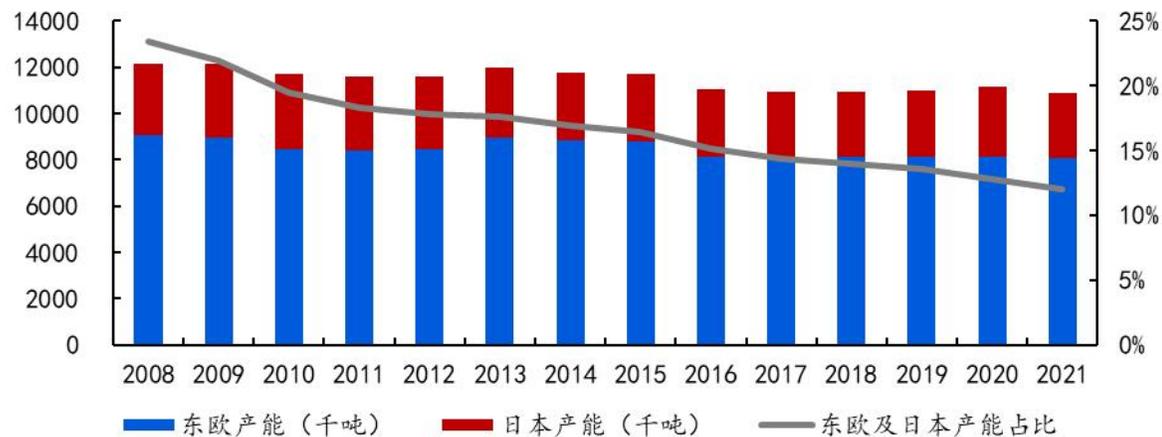
图表：全球原油供需平衡测算表（2024年9月）（百万桶/日）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>供给</b>								
OPEC	35.07	33.08	29.35	30.41	32.86	32.16	31.77	32.56
非OPEC	65.34	67.14	64.47	65.31	67.35	69.71	70.42	72.04
<b>全球供给合计</b>	<b>100.41</b>	<b>100.22</b>	<b>93.82</b>	<b>95.72</b>	<b>100.21</b>	<b>101.87</b>	<b>102.19</b>	<b>104.60</b>
<b>消费</b>								
<b>OECD</b>	<b>47.74</b>	<b>47.76</b>	<b>42.01</b>	<b>44.68</b>	<b>45.55</b>	<b>45.67</b>	<b>45.64</b>	<b>45.89</b>
美国	20.65	20.66	18.30	20.01	20.13	20.40	20.45	20.76
加拿大	2.56	2.56	2.20	2.28	2.41	2.45	2.42	2.48
欧洲	14.32	14.32	12.42	13.08	13.55	13.45	13.43	13.41
日本	3.83	3.73	3.33	3.39	3.34	3.29	3.21	3.16
其他OECD国家	6.39	6.49	5.75	5.91	6.13	6.10	6.13	6.08
<b>非OECD</b>	<b>52.31</b>	<b>53.09</b>	<b>49.69</b>	<b>52.87</b>	<b>54.49</b>	<b>56.47</b>	<b>57.45</b>	<b>58.71</b>
欧亚大陆	4.64	4.88	4.53	4.84	4.83	4.93	4.98	5.02
欧洲	0.75	0.77	0.71	0.75	0.76	0.76	0.76	0.77
中国	13.61	14.01	14.43	15.45	15.36	16.40	16.52	16.78
其他亚洲国家	13.62	13.69	12.34	13.16	13.85	14.26	14.77	15.27
其他非OECD国家	19.70	19.74	17.68	18.67	19.69	20.12	20.42	20.87
<b>全球消费总计</b>	<b>100.05</b>	<b>100.85</b>	<b>91.70</b>	<b>97.55</b>	<b>100.04</b>	<b>102.14</b>	<b>103.09</b>	<b>104.60</b>
<b>全球供给-全球消费</b>	<b>0.36</b>	<b>-0.63</b>	<b>2.12</b>	<b>-1.83</b>	<b>0.17</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.90</b>	<b>0.00</b>

资料来源：EIA、国海证券研究所

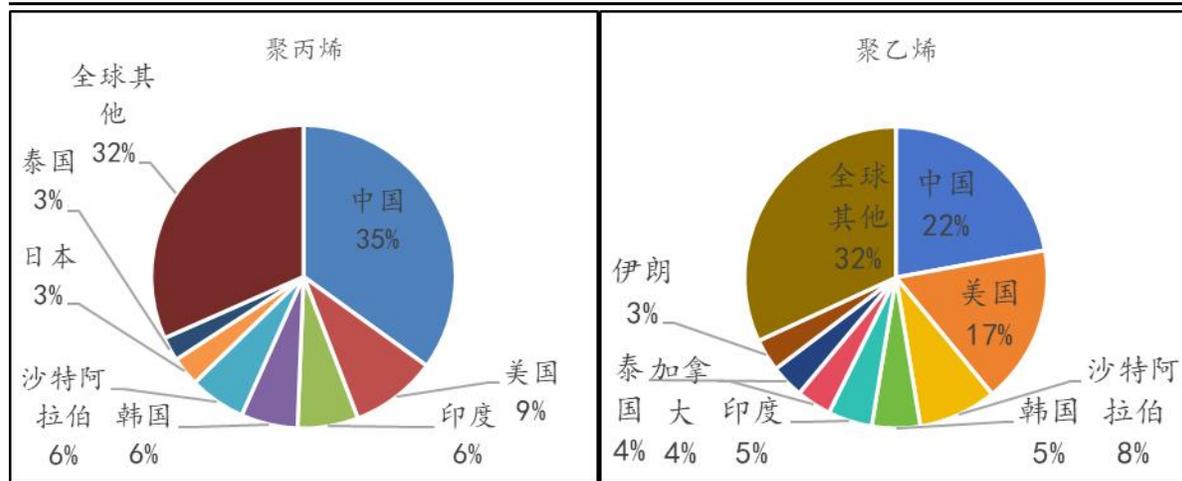
- 根据中国化工报，2024年4月10-11日，埃克森美孚和SABIC相继决定关闭各自位于法国和荷兰的乙烯工厂，理由是财务亏损和欧洲工厂严重缺乏竞争力，涉及的乙烯总产能近百万吨、丙烯产能超60万吨。2023年，利安德巴赛尔关闭了其位于意大利布林迪西的聚丙烯工厂，从而减少欧洲市场产能23.5万吨/年。
- 全球烯烃产能不断扩张，特别是低成本烯烃产能逐步释放下，运营成本相对较高的工厂基本维持薄利运行或陷入负利状态，未来欧洲地区或将会有更多同类型工厂关闭产能。

图表：东欧及日本聚丙烯产能占比



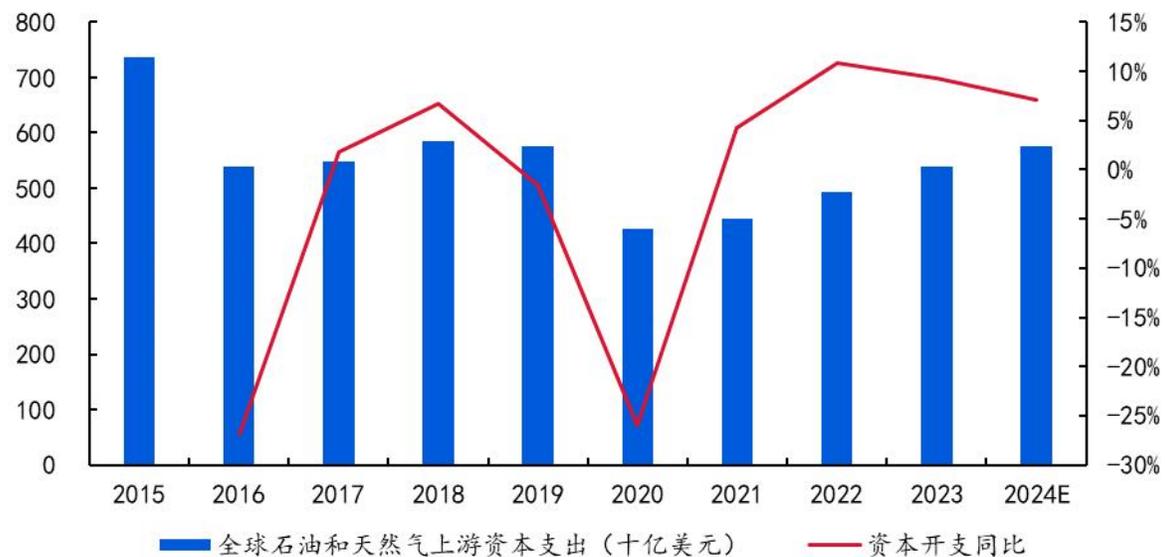
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表：2021年全球聚烯烃产能分布



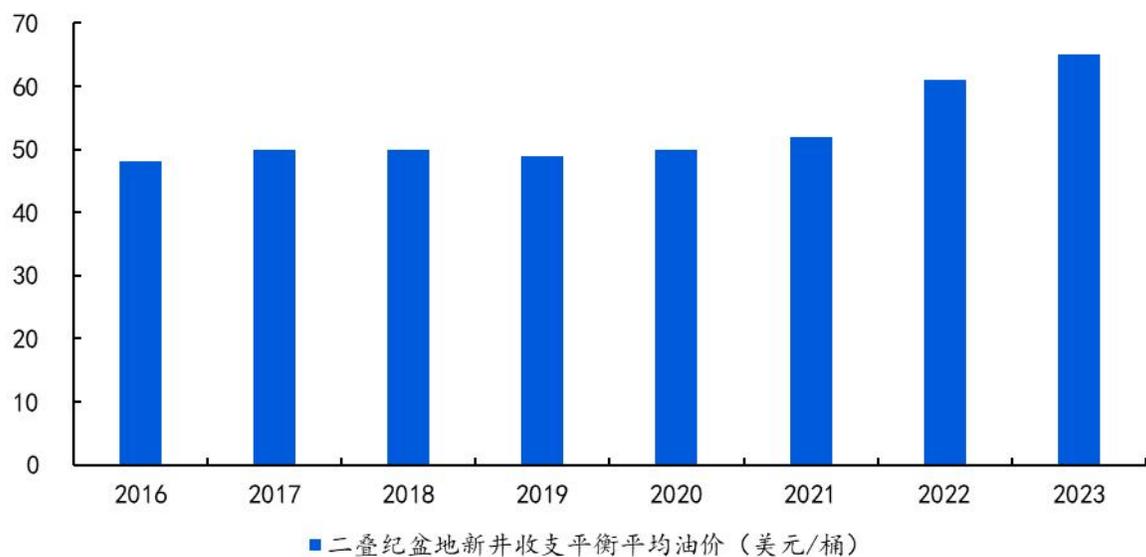
➤ 2020年，全球石油和天然气上游资本开支较2019年减少26%。2021-2023年，全球经济复苏叠加OPEC+减产，国际原油价格大幅上涨，全球石油和天然气上游资本开支均有所回升（2021/2022/2023年同比分别+4.2%/+10.8%/+9.3%），IEA预计2024年全球石油和天然气上游资本开支将同比增长7.1%，恢复到2019年资本开支水平，但仍低于2015年资本开支水平。但受到劳动力紧张及原材料成本上升等因素影响，新开发油气资源的平均投入要高于之前，例如据Federal Reserve Bank of Dallas统计，2021年来美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价明显上升，2023年二叠纪盆地新井收支平衡平均油价为65美元/桶，较2022年高出4美元/桶。

图表：全球油气上游资本支出



资料来源：IEA、国海证券研究所

图表：美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价



资料来源：Federal Reserve Bank of Dallas、国海证券研究所

# IEA预计原油需求在2030年之前仍将保持增长

图表：全球原油需求及测算（百万桶/天）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
轻油/柴油	28.3	26.1	27.6	28.4	28.5	28.4	28.8	28.9	28.9	28.9	28.8	28.7
汽油	26.9	23.7	25.7	26.3	27.0	27.2	27.2	27.0	26.7	26.4	26.0	25.4
液化石油气/乙烷	13.1	13.3	13.7	14.1	14.6	15.0	15.4	15.8	16.2	16.5	16.8	17.1
石脑油	6.7	6.6	7.1	6.9	7.3	7.5	7.7	7.9	8.1	8.2	8.3	8.5
航空煤油	7.9	4.7	5.1	6.2	7.2	7.5	7.6	7.8	8.0	8.1	8.3	8.5
残余燃料油	6.2	5.8	6.4	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.3	6.3
其他产品	11.5	11.6	11.8	11.8	11.3	11.0	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.0
<b>需求合计</b>	<b>100.6</b>	<b>91.7</b>	<b>97.5</b>	<b>100.1</b>	<b>102.2</b>	<b>103.2</b>	<b>104.2</b>	<b>105.0</b>	<b>105.3</b>	<b>105.5</b>	<b>105.6</b>	<b>105.4</b>

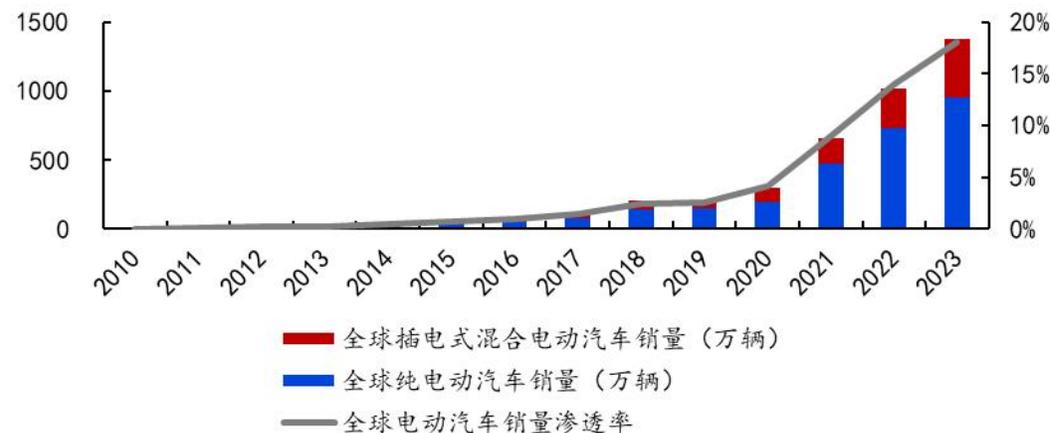
资料来源：IEA、国海证券研究所

图表：全球新能源汽车保有量渗透率



资料来源：Wind、国海证券研究所

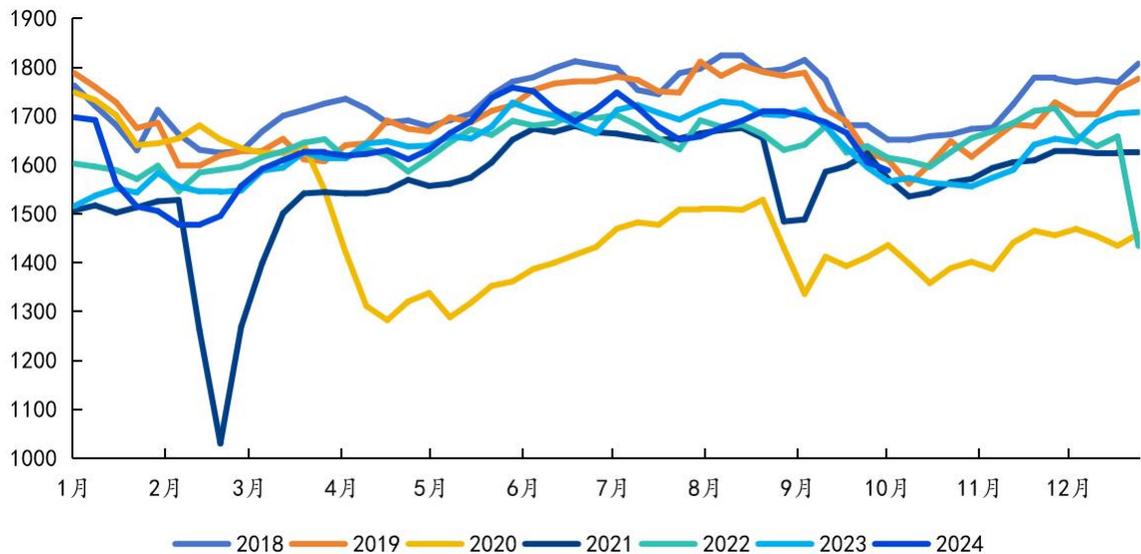
图表：全球新能源汽车销量渗透率



资料来源：Wind、国海证券研究所

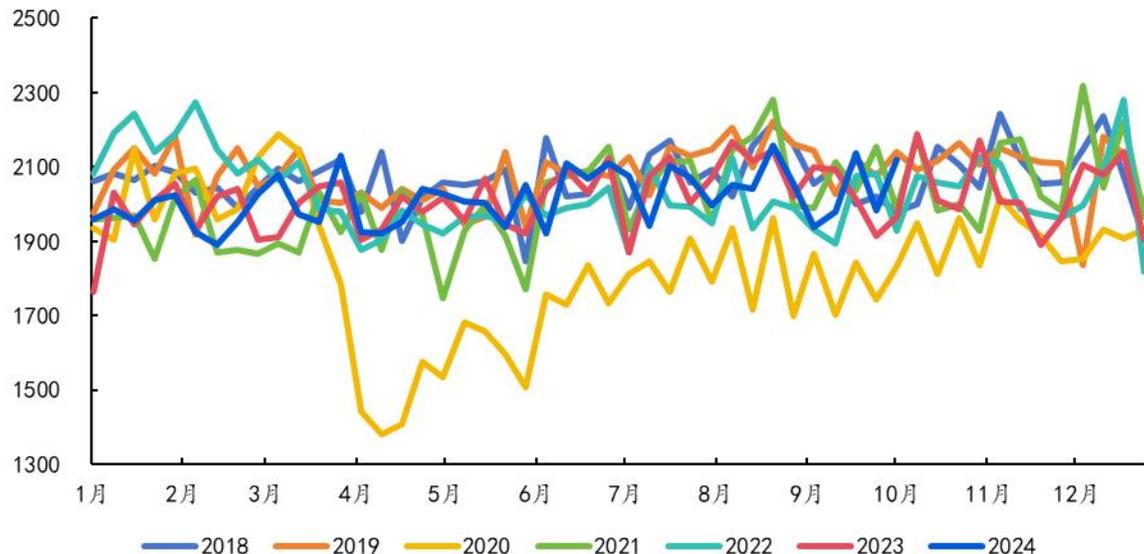
- 美国炼厂原油投入量提升，石油产品供应量明显增加。据EIA，2023年美国炼厂原油投入量为1636万桶/日，与2020年相比增长11%。截至2024年10月4日当周，美国炼厂原油投入量为1589万桶/日，产能利用率为86.7%。据EIA，2023年美国石油产品供应量为2017万桶/日，与2020年相比增长10%。截至2024年10月4日当周，美国石油产品供应量为2119万桶/日。

图表：美国炼油厂原油投入量（万桶/日）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：美国石油产品供应量（万桶/日）

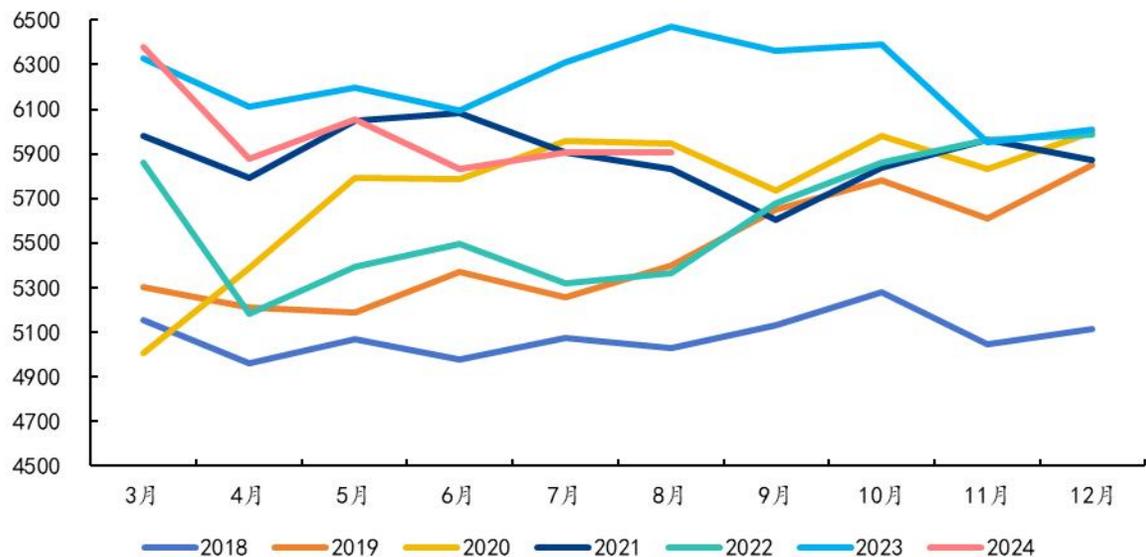


资料来源：Wind、国海证券研究所

# 原油需求：2023年中国主营炼厂加工量同比提升

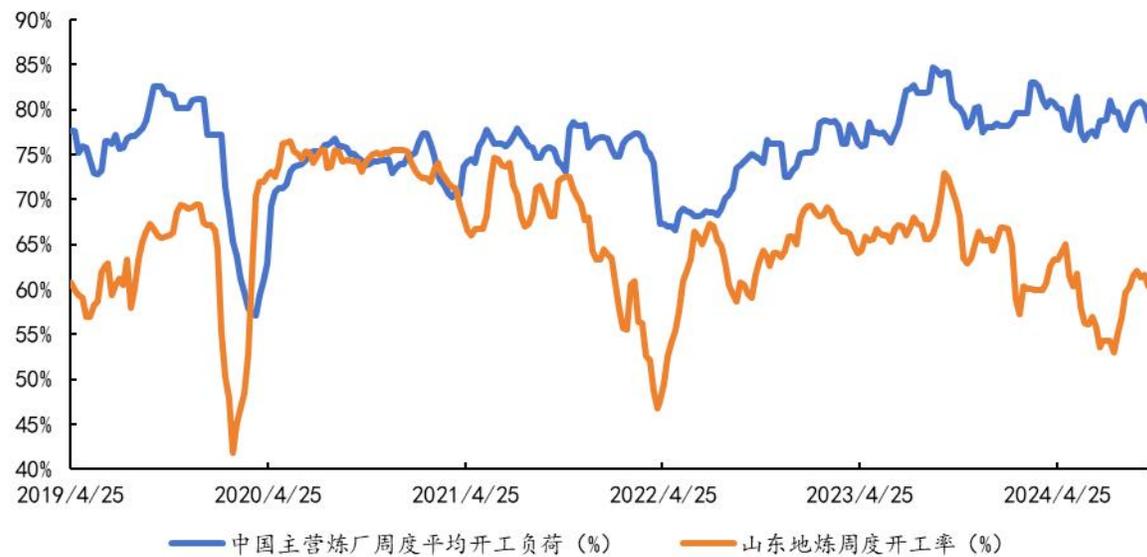
- 2023年中国炼厂原油加工量和主营炼厂开工率同比提升。2023年，中国炼厂原油加工量累计6.22亿吨，其中主营炼厂开工负荷平均在79%左右，同比上升6个pct；山东地炼开工率平均在67%左右，同比上升7个pct。

图表：中国炼厂原油加工量（万吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所  
注：国家统计局未公布每年1-2月的加工量

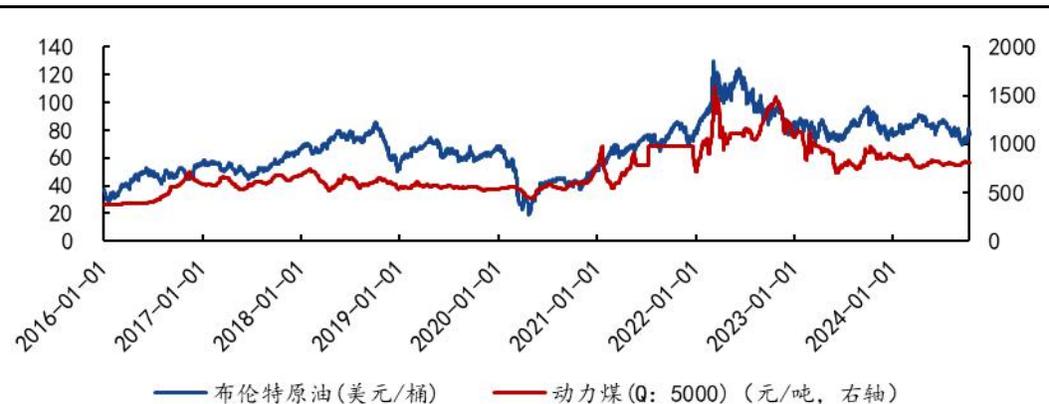
图表：中国炼厂产能利用率情况



资料来源：卓创资讯、国海证券研究所

- 供给方面：2023年全国原煤产量47.1亿吨，同比增长3.4%；全国煤炭进口量4.74亿吨，同比增长61.8%，煤炭产量和进口量两大数据均创历史新高。煤炭安全稳定供应能力持续增强。
- 需求方面：国家推动经济社会全面绿色转型，清洁能源发电并网规模快速增长，对燃煤发电的替代作用增强。2013年到2023年，煤炭占能源的消费比重从67.4%下降到55.3%，风电、太阳能发电、水电、核电及生物质能等非化石能源消费比重从10.2%提高到17.9%。

图表：煤价与油价对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国动力煤供需平衡测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能 (万吨/年)	330000	342000	324000	354250	370500	383500	374000	394300	411800	419900	426199	432591	439080
产量 (万吨)	250353	306085	303258	306427	314299	326996	335063	358141	369199	389605	384711	388369	390231
开工率	75.86%	89.50%	93.60%	86.50%	84.83%	85.27%	89.59%	90.83%	89.65%	92.79%	90.27%	89.78%	88.87%
进口量 (万吨)	11206	6584	7213	7617	7650	7970	8722	8232	5105	14891	17870	21444	25732
出口量 (万吨)	245	114	368	350	206	250	90	98	160	163	244	367	550
表观消费量 (万吨)	261314	312555	310103	313694	321743	334716	343695	366275	374143	404334	402336	409446	415414
表观消费量增速	-	19.61%	-0.78%	1.16%	2.57%	4.03%	2.68%	6.57%	2.15%	8.07%	-0.49%	1.77%	1.46%

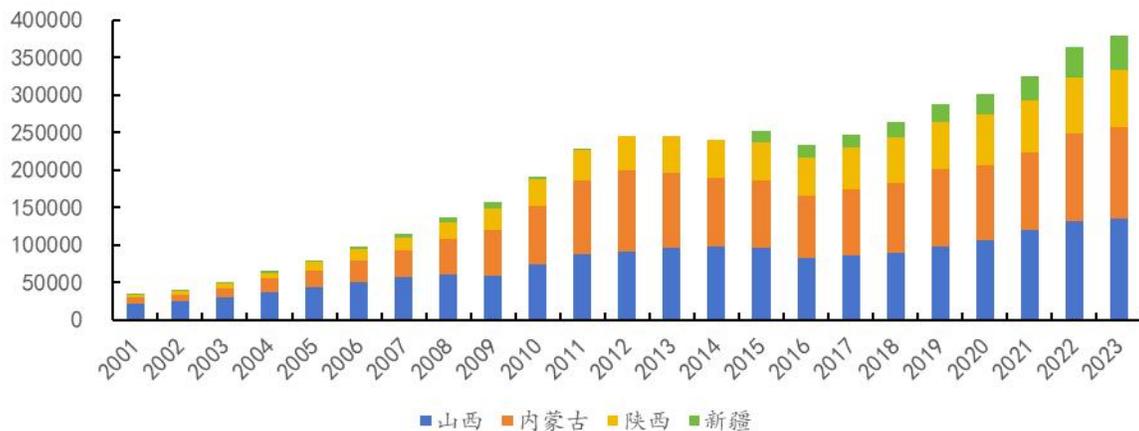
资料来源：卓创资讯、Wind、中国政府网、中国电力企业联合会、陕西省太阳能行业协会公众号、中国电力报、中国电力网、北极星火力发电网、安徽省电力协会、国海证券研究所

图表：2022年我国煤炭储量分布



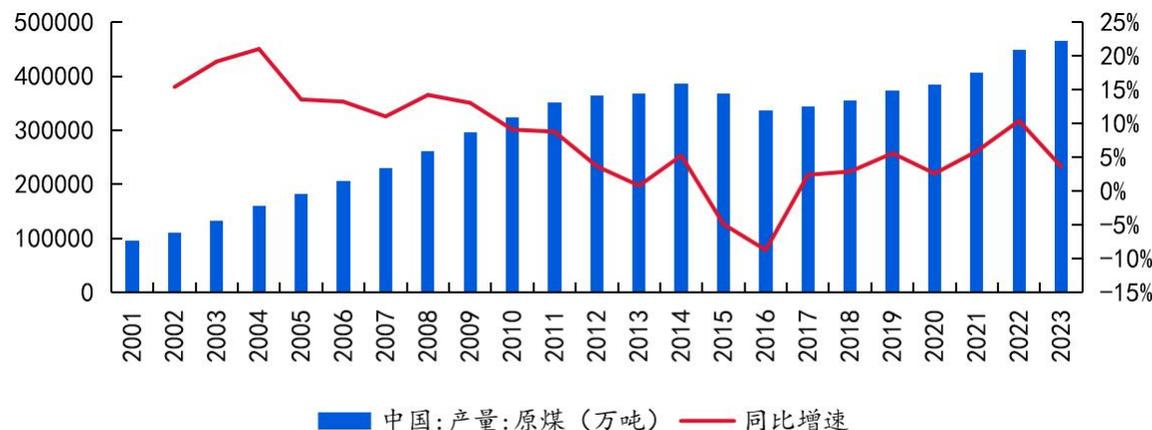
资料来源：自然资源部、国海证券研究所

图表：我国煤炭分省份产量情况（万吨）



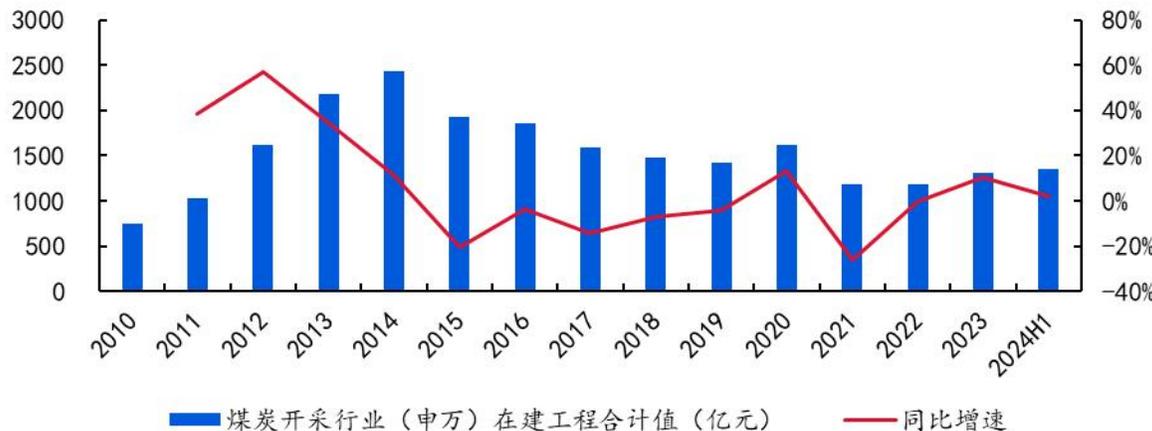
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国原煤产量



资料来源：Wind、国海证券研究所

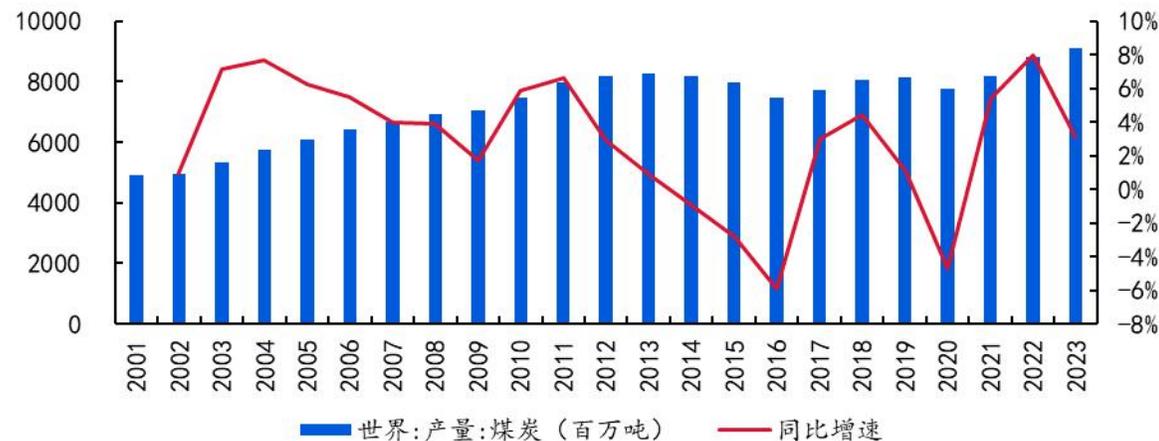
图表：煤炭开采行业（申万）在建工程情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

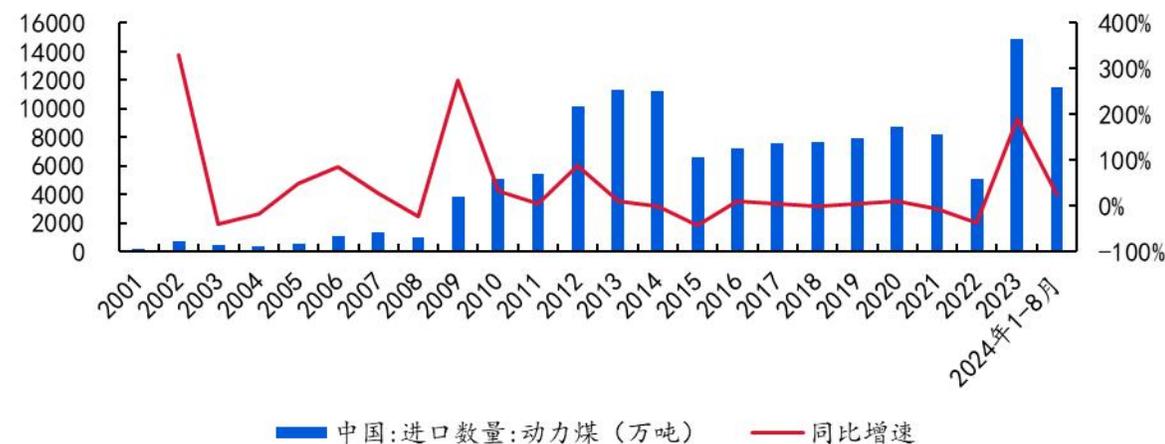
# 煤炭供给：煤炭安全稳定供应能力持续增强

图表：全球煤炭产量



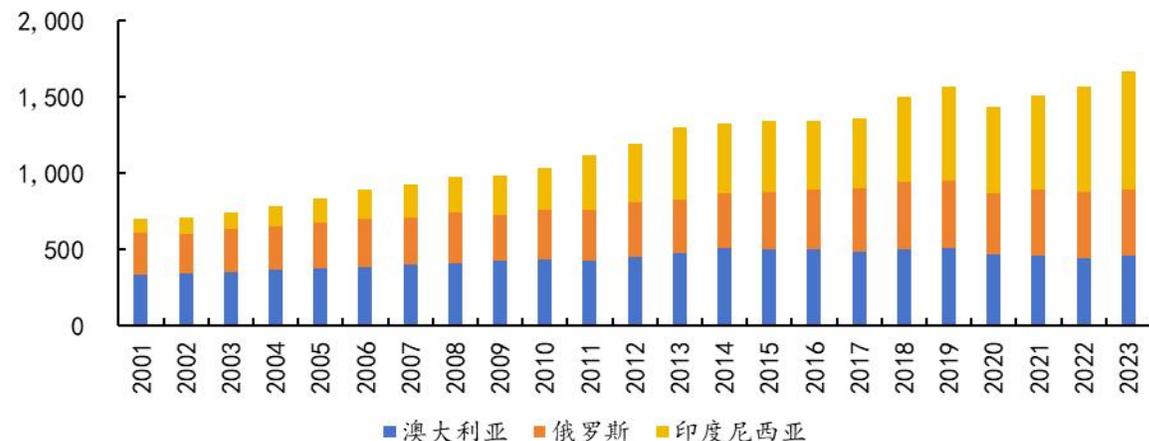
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国动力煤进口量



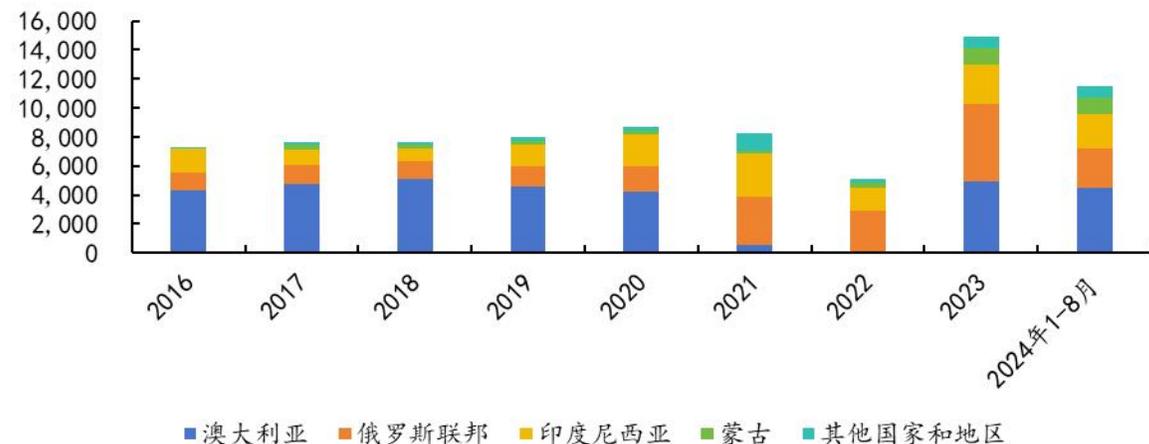
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国主要煤炭进口国煤炭产量情况（百万吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国动力煤进口来源（万吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

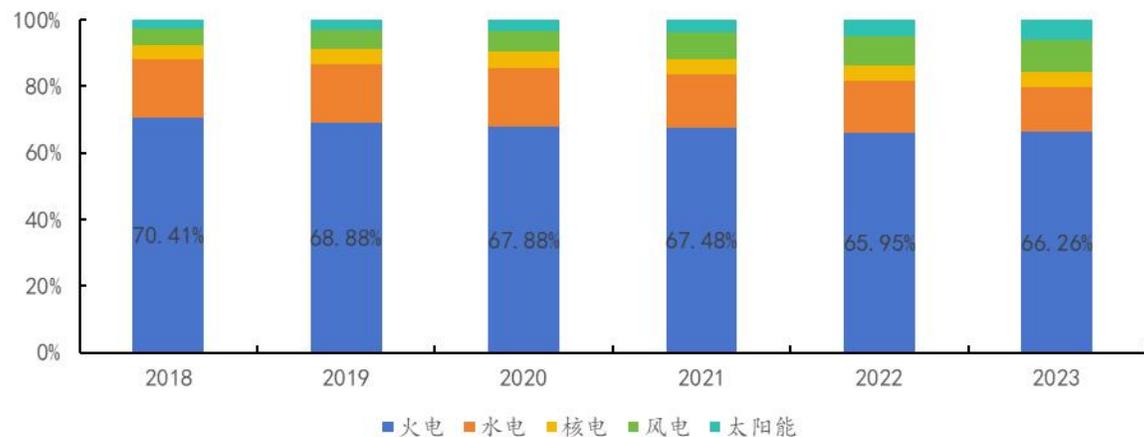
- 电力行业是煤炭下游需求的主要来源。据Wind数据，2023年我国动力煤消费量为40.43亿吨，其中电力行业消费量为25.73亿吨，占比63.64%；供热行业消费量3.37亿吨，占比8.34%；建材行业消费量2.91亿吨，占比7.20%。
- 2023年，全国发电量94564亿千瓦时，同比增长6.9%。其中，受年初主要水库蓄水不足及降水偏少的影响，水电12859亿千瓦时，同比下降4.9%，占总发电量的13.6%；火电62657亿千瓦时，同比增长6.4%，占总发电量的66.3%；核电4347亿千瓦时，同比增长4.1%，占总发电量的4.6%；风电8859亿千瓦时，同比增长16.2%，占总发电量的9.4%；太阳能发电5842亿千瓦时，同比增长36.7%，占总发电量的6.2%。在新能源发电装机快速带动下，风电和太阳能发电量快速增长，合计发电量同比增加2801亿千瓦时，占全年总发电量增量的46.1%。

图表：2023年我国煤炭需求结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

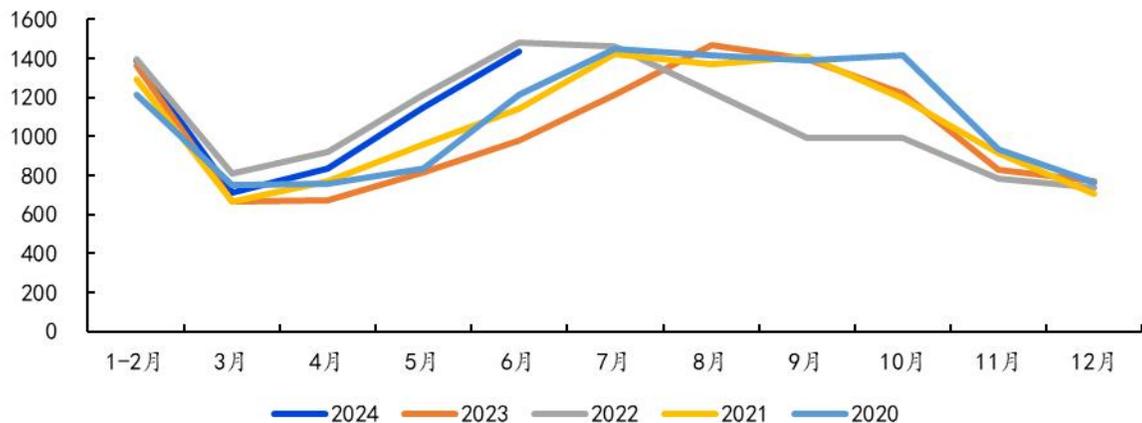
图表：我国发电结构



资料来源：中国电力企业联合会、北极星火力发电网、安徽省电力协会、国海证券研究所

# 煤炭需求：预计2024年降雨丰富水电发电量增加，燃煤发电量需求下降

图表：2024年水电发电量大幅增长（亿千瓦时）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：煤电发电量对水电利用小时数及全社会用电量增速敏感性测算

煤电发电量（亿千瓦时）	水电利用小时数（小时）		
	2024年全社会用电量增速	3,133	3,538
4%	55383	53701	52502
5%	56328	54646	53447
6%	57274	55592	54393
7%	58220	56538	55339
8%	59165	57483	56284

资料来源：Wind、中国政府网、中国电力企业联合会、陕西省太阳能行业协会公众号、中国电力报、中国电力网、北极星火力发电网、安徽省电力协会、国海证券研究所

图表：煤电发电量增速对水电利用小时数及全社会用电量增速敏感性测算

煤电发电量增速	水电利用小时数（小时）		
2024年全社会用电量增速	3,133	3,538	3,827
4%	-3.5%	-6.5%	-8.6%
5%	-1.9%	-4.8%	-6.9%
6%	-0.2%	-3.2%	-5.3%
7%	1.4%	-1.5%	-3.6%
8%	3.0%	0.1%	-2.0%

资料来源：Wind、中国政府网、中国电力企业联合会、陕西省太阳能行业协会公众号、中国电力报、中国电力网、北极星火力发电网、安徽省电力协会、国海证券研究所

# 煤炭需求：预计2024年降雨丰富水电发电量增加，燃煤发电量需求下降

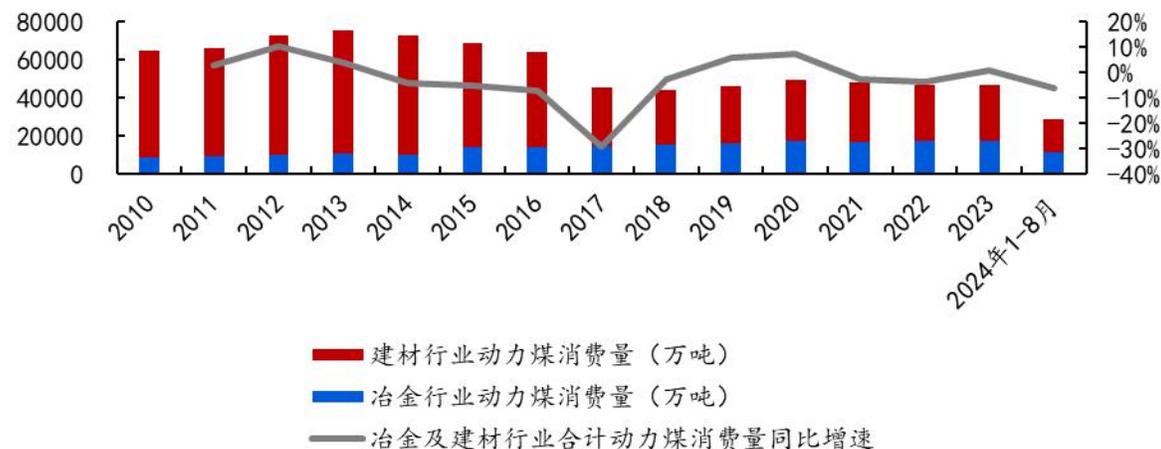
图表：煤电发电量测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全社会用电量 (亿千瓦时)	72852	75110	83128	86372	92241	98222	104541	111214	发电量 (亿千瓦时)	73266	76264	83959	86939	94564	99582	105989	112755
同比增速	-	3.1%	10.7%	3.9%	6.8%	6.5%	6.4%	6.4%	同比增速	-	4.1%	10.1%	3.5%	8.8%	5.3%	6.4%	6.4%
全社会用电量/发电量	99.4%	98.5%	99.0%	99.3%	97.5%	98.6%	98.6%	98.6%									
装机规模 (亿千瓦)									新增装机规模 (亿千瓦)								
火电	11.90	12.45	12.97	13.32	13.90	14.60	15.14	15.75	火电	-	0.56	0.52	0.36	0.58	0.70	0.54	0.61
燃煤	10.41	10.80	11.09	11.24	11.65	12.00	12.20	12.46	燃煤	-	0.39	0.29	0.15	0.41	0.35	0.20	0.26
燃气	0.90	0.98	1.09	1.15	1.26	1.40	1.55	1.70	燃气	-	0.08	0.11	0.06	0.11	0.15	0.15	0.15
生物质等	0.59	0.67	0.79	0.93	1.00	1.20	1.40	1.60	生物质等	-	0.09	0.12	0.14	0.06	0.20	0.20	0.20
水电	3.58	3.70	3.91	4.14	4.22	4.33	4.46	4.63	水电	-	0.12	0.21	0.23	0.08	0.11	0.14	0.16
核电	0.49	0.50	0.53	0.56	0.57	0.58	0.60	0.61	核电	-	0.01	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
风电	2.09	2.82	3.28	3.65	4.41	5.31	6.39	7.69	风电	-	0.72	0.47	0.37	0.76	0.90	1.08	1.30
光伏	2.05	2.53	3.07	3.93	6.09	8.29	10.66	13.37	光伏	-	0.49	0.53	0.86	2.17	2.20	2.37	2.71
生物质	0.23	0.30	0.38	0.41	0.44	0.47	0.50	0.53	生物质	-	0.07	0.08	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
合计	20.33	22.30	24.14	26.01	29.64	33.59	37.76	42.58	合计	-	1.97	1.84	1.87	3.63	3.95	4.17	4.82
平均利用小时数 (小时)									发电量 (亿千瓦时)								
火电	4307	4216	4448	4379	4466	4351	4335	4281	火电	50465	51770	56655	57337	62657	62368	64227	65749
<b>燃煤</b>	<b>4429</b>	<b>4340</b>	<b>4586</b>	<b>4594</b>	<b>4685</b>	<b>4549</b>	<b>4545</b>	<b>4491</b>	<b>燃煤</b>	<b>45538</b>	<b>46300</b>	<b>50426</b>	<b>50792</b>	<b>57415</b>	<b>55024</b>	<b>55882</b>	<b>56402</b>
<b>同比增速</b>	<b>-</b>	<b>-2.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>同比增速</b>	<b>-</b>	<b>1.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.9%</b>
燃气	2646	2618	2814	2429	2436	2560	2560	2560	燃气	2325	2525	2871	2906	3076	3568	3941	4314
生物质等	4698	4554	4756	4189	4465	4470	4470	4470	生物质等	2602	2945	3358	3639	2166	3776	4404	5033
<b>水电</b>	<b>3697</b>	<b>3827</b>	<b>3622</b>	<b>3412</b>	<b>3133</b>	<b>3517</b>	<b>3517</b>	<b>3517</b>	<b>水电</b>	<b>13021</b>	<b>13553</b>	<b>13399</b>	<b>13517</b>	<b>12859</b>	<b>14601</b>	<b>15056</b>	<b>15603</b>
核电	7394	7453	7802	7616	7670	7696	7696	7696	核电	3487	3662	4075	4178	4347	4433	4538	4643
风电	2083	2073	2232	2221	2225	2226	2226	2226	风电	4053	4665	6558	7624	8859	10782	12973	15603
光伏	1285	1281	1281	1337	1286	1286	1286	1286	光伏	2237	2611	3270	4276	5842	7399	9194	11157

资料来源：Wind、中国政府网、中国电力企业联合会、陕西省太阳能行业协会公众号、中国电力报、中国电力网、北极星火力发电网、安徽省电力协会、国海证券研究所

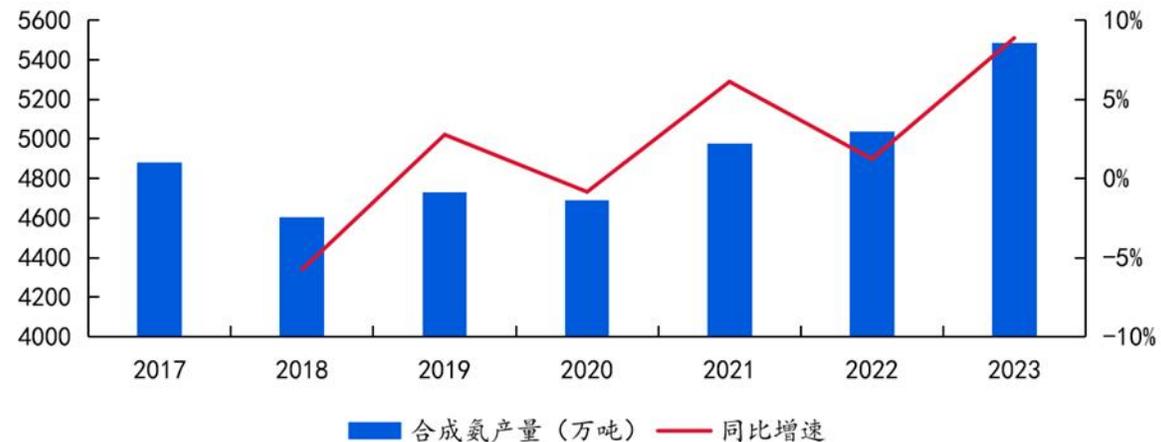
# 煤炭需求：建筑及冶金行业需求或见顶，煤化工行业产能增长或受限

图表：我国建筑及冶金行业煤炭消费量



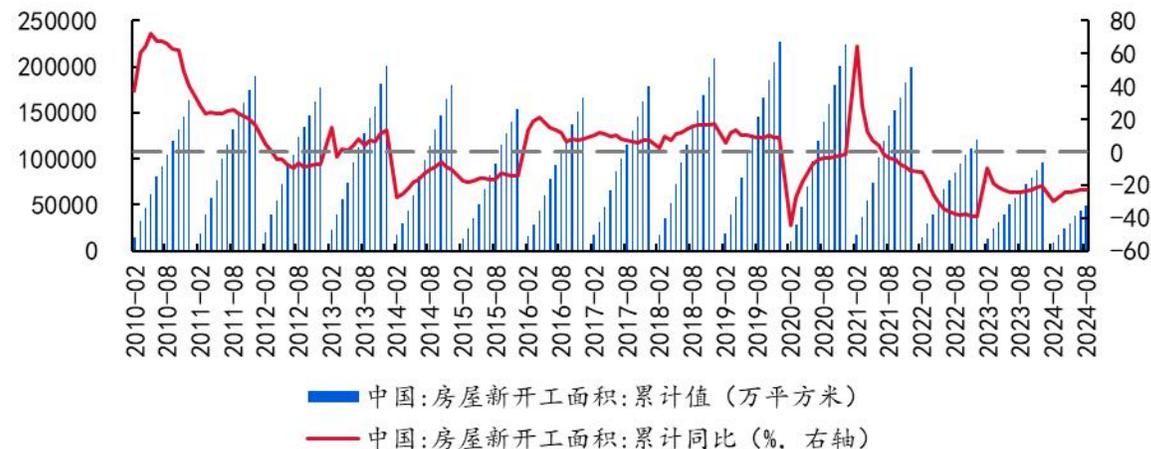
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国合成氨产量情况



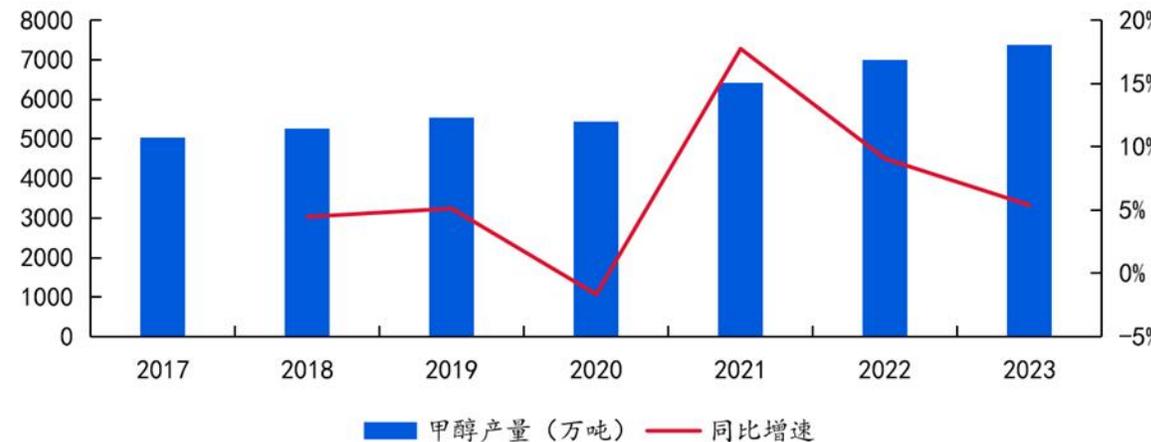
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国房屋新开工面积情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：我国甲醇产量情况

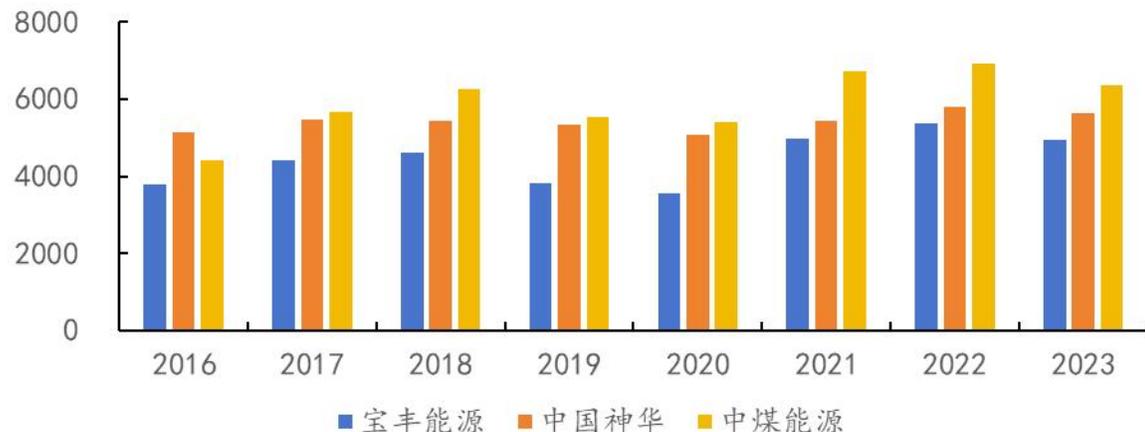


资料来源：Wind、国海证券研究所

# 宝丰能源烯烃单位成本优势显著

- 2023年宝丰能源聚乙烯单吨成本约为4941元/吨，同行业部分公司聚乙烯单吨成本均值为6005元/吨，较宝丰能源高出1064元/吨；宝丰能源聚乙烯单吨成本约为4714元/吨，同行业部分公司聚丙烯单吨成本均值为5929元/吨，较宝丰能源高出1215元/吨。

图表：宝丰能源与同行聚乙烯单吨成本对比（元/吨）



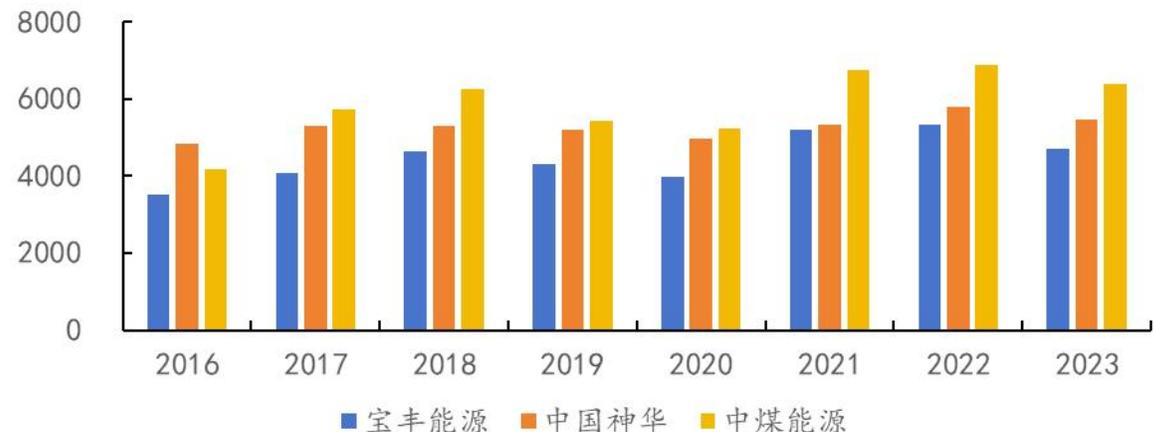
资料来源：各公司公告、宝丰能源招股说明书、国海证券研究所  
注：宝丰能源单吨成本根据烯烃板块整体毛利率测算

图表：2023年宝丰能源烯烃单吨成本及毛利拆分（元/吨）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

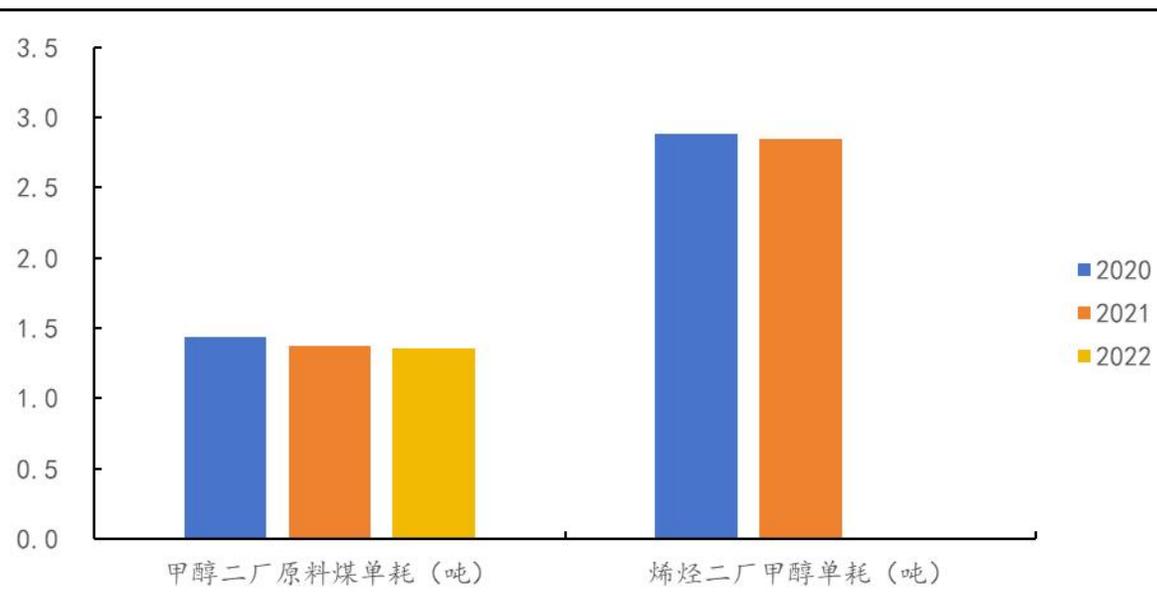
图表：宝丰能源与同行聚丙烯单吨成本对比（元/吨）



资料来源：各公司公告、宝丰能源招股说明书、国海证券研究所  
注：宝丰能源单吨成本根据烯烃板块整体毛利率测算

- 公司产业链紧密衔接，使上一个单元的产品直接成为下一个单元的原料，有力保障了原料的稳定供应和生产的满负荷运行，降低了能源消耗、物流成本、管理成本。宝丰能源采购煤炭自制甲醇，降低了烯烃生产成本。公司充分发挥自身循环经济优势，以自有焦产业链副产品焦炉煤气作为原材料，建成60万吨/年焦炉煤气制甲醇装置，以低成本的焦炉煤气制甲醇替代煤制甲醇，降低了烯烃原料成本；同时，在工艺技术方面，通过焦炉气非催化转化装置使得焦炉气制甲醇与煤制甲醇实现有机结合，合理调节煤制合成气的碳氢比，比单独煤气化装置原料成本更低，从而进一步降低原材料成本。

图表：聚烯烃单耗



资料来源：公司公告、国海证券研究所

# 宝丰能源内蒙古项目成本优势进一步增强

图表：宝丰能源宁东三期项目与内蒙古项目对比（价格数据采用2024年8月市场均价）

宁东三期与内蒙古项目营收对比			总产量（万吨）		总营收测算（亿元）		单吨聚烯烃产量（吨/吨）		单吨聚烯烃营收测算（元/吨）		价格（元/吨）	
			宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古
营收	产品	EVA	25.00	-	21.88	-	0.45	-	3978.64	-	9890.91	-
		聚乙烯	-	160.51	-	117.70	-	0.54	-	3954.68	-	8286.36
		聚丙烯	30.00	137.12	21.31	97.41	0.55	0.46	3874.79	3272.76	8027.27	8027.27
	副产品	14.02	22.07	3.53	5.04	0.25	0.07	641.31	169.42	2515.66	2284.80	
	合计	-	-	46.72	220.15	-	-	8494.74	7396.86	-	-	
宁东三期与内蒙古项目成本对比			总消耗量（万吨）		总成本测算（亿元）		单吨聚烯烃消耗量（吨/吨）		单吨聚烯烃成本测算（元/吨）		价格（元/吨）	
			宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古	宁东三期	内蒙古
成本	原料	原料煤	246.40	829.22	9.62	32.39	4.48	2.79	1749.83	1088.21	441.36	441.36
		甲醇	-	116.75	-	21.10	-	0.39	-	708.87	-	2042.05
		醋酸乙烯	5.00	-	2.40	-	0.09	-	435.80	-	5417.05	-
	公用工程及动力消耗	燃料煤	63.09	132.41	2.46	5.17	1.15	0.44	448.04	173.76	441.36	441.36
		新鲜水用量	775.84	2827.04	0.34	1.24	14.11	9.50	60.94	41.79	4.32	4.40
		外购电量（万kWh/年）	116820.96	364622.00	0.94	1.66	2124.02	1225.08	171.62	55.74	0.08	0.05
	运费	煤炭	309.49	-	3.57	-	5.63	-	649.93	-	115.50	-
		烯烃	69.02	319.70	2.68	8.82	1.25	1.07	487.54	296.25	388.50	275.80
	职工薪酬	全厂定员（人）	1500.00	3500.00	2.72	6.35	0.00	0.00	494.82	213.36	181434.40	181434.40
	折旧额	总投资（亿元）	129.28	478.11	8.62	31.87	2.35	1.61	1567.04	1070.94	-	-
合计	-	-	33.36	108.60	-	-	6065.56	3648.92	-	-		
宁东三期与内蒙古项目盈利对比					宁东三期	内蒙古			宁东三期	内蒙古	内蒙古与宁东差异	
营收合计					46.72	220.15			8494.74	7396.86	(1097.89)	
成本合计					33.36	108.60			6065.56	3648.92	(2416.64)	
利润总额			产品总额（亿元）		13.36	111.55	吨烯烃（元）		2429.18	3747.93	1318.75	
净利润					10.02	83.66			1821.89	2810.95	989.07	

资料来源：Wind、乌审旗人民政府、公司官网、公司公告、各省市发改委、各政府网站、律图、高德地图、公司招股说明书、国海证券研究所

- 公司循环经济产业链一次性规划，集中布局，分期实施，形成了超大单体规模的产业集群，上下游生产单元衔接紧密，大幅降低了单体项目投资、公辅设施投资及财务成本。按照15年折旧来计算，公司内蒙古项目单吨折旧水平（1012元/吨/年）远低于公司宁夏烯烃项目及同行业部分公司在建项目的单吨折旧水平。

图表：聚烯烃项目投资额及折旧对比

项目		总投资额 (亿元)	烯烃产能 (万吨/年)	单吨投资额 (万元/吨)	按照15年折旧计算单吨折旧 (元/吨/年)
宝丰能源	50万吨/年煤制烯烃项目	129	50	2.59	1723.75
	内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目	478	315	1.52	1011.88
中国神华能源股份有限公司	神华包头煤制烯烃升级示范项目	172	75	2.29	1524.53
	神华宁煤-沙特基础工业公司合资70万吨/年煤制烯烃新材料示范项目	220	70	3.14	2095.24
中煤陕西榆林能源化工有限公司	中煤榆林煤炭深加工基地项目	239	90	2.65	1769.49
新疆东明塑胶有限公司	年产80万吨煤制烯烃项目	190	80	2.37	1580.58
新疆山能化工有限公司	准东五彩湾80万吨煤制烯烃项目	209	80	2.61	1738.17

资料来源：宝丰能源官网、乌审旗人民政府、中化新网、各公司公告、国海证券研究所

# “光伏风电-制氢制氧-补氢补氧”绿色低碳模式

▶ 内蒙古项目是以260万吨/年煤制烯烃为基础，由配套建设的风光制氢一体化示范项目逐年补充绿氢和绿氧，补充的氢气直接补入甲醇合成装置，减少变换及热回收装置变换部分的负荷，从而减少工艺系统CO<sub>2</sub>的排放量；补充的氧气作为气化用氧，减少空分汽轮机蒸汽用量，从而减少燃料煤用量。在基于原料煤消耗不变的情况下，通过逐年补氢、补氧增加自产甲醇产量，至补氢第五年自产甲醇产量可满足下游甲醇制烯烃的需求，在此同时实现CO<sub>2</sub>的逐年减排。

图表：内蒙古绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目甲醇外购及消耗情况

名称	碳减排期间消耗量(折纯甲醇计, 万吨/年)					
	基础	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
自产甲醇	624.75	648.05	671.35	694.65	718.05	741.50
外购甲醇	116.75	93.45	70.15	46.85	23.45	0.00
甲醇消耗合计	741.50	741.50	741.50	741.50	741.50	741.50

资料来源：乌审旗人民政府、内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目环境影响报告书、国海证券研究所

图表：内蒙古绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目碳排放量对比(吨/年)

源类别	基础工况	补氢第五年	补氢第五年-基础工况
生产过程最终外排CO <sub>2</sub> 总量	12740161.79	11117537.23	-1622624.56
化石燃料燃烧产生CO <sub>2</sub> 量	2795748.15	2354615.94	-441132.21
外购电力引起的CO <sub>2</sub> 量	2118453.82	2077034.33	-41419.49
总计	17654363.76	15549187.50	-2105176.26

资料来源：乌审旗人民政府、内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目环境影响报告书、国海证券研究所

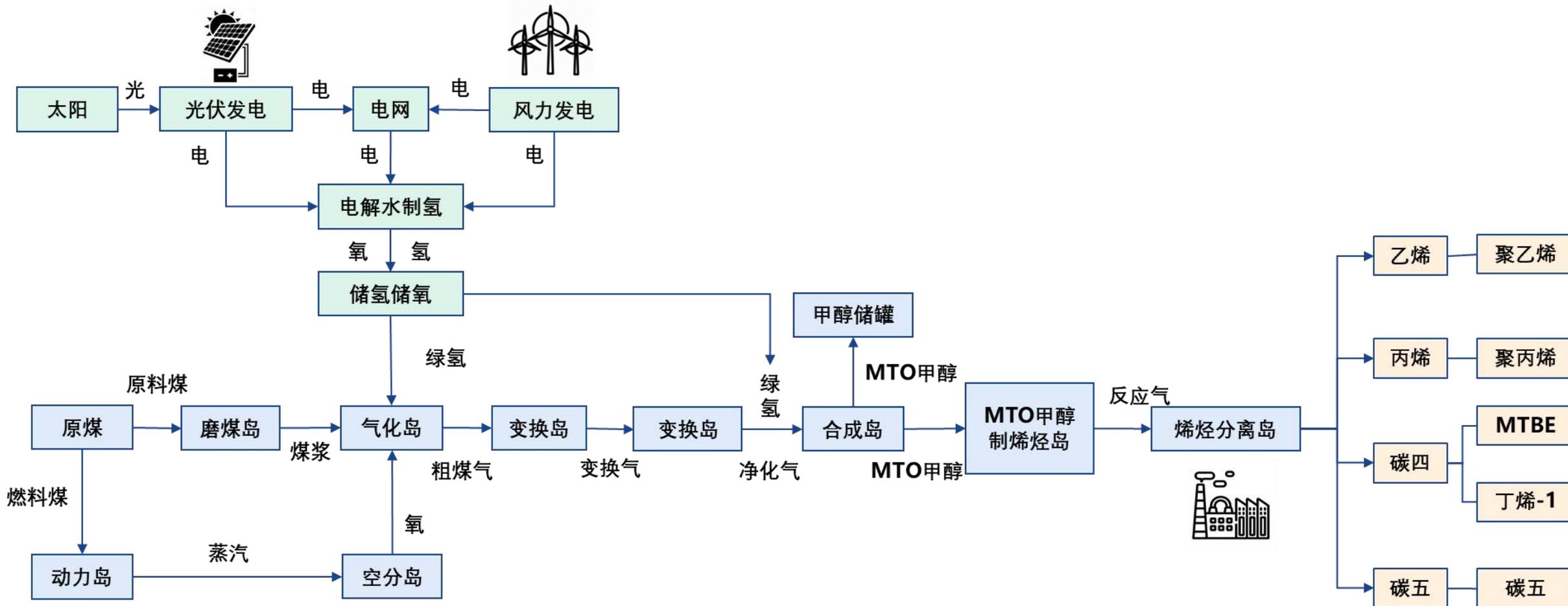
图表：内蒙古绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目绿氢和绿氧补充计划表

名称	碳减排期间补充计划(×10 <sup>8</sup> Nm <sup>3</sup> /a)					
	基础	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
绿氢	0.00	5.03	10.06	15.09	20.12	25.15
绿氧	0.00	2.52	5.03	7.55	10.06	12.58

资料来源：乌审旗人民政府、内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目环境影响报告书、国海证券研究所

# “光伏风电-制氢制氧-补氢补氧”绿色低碳模式

图表：风光氢储一体化减污降碳流程图



资料来源：环评报告、国海证券研究所

- 煤制烯烃龙头企业
- 烯烃成本优势显著
- **焦炭板块盈利触底**
- 盈利预测与投资评级
- 风险提示

- 截至2023年底，公司具有焦炭产能700万吨/年。我们预计2024/2025/2026年公司焦炭营收分别为94/90/90亿元，毛利23/25/26亿元，毛利率25%/28%/29%。

图表：宝丰能源焦炭盈利拆分及预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能（万吨/年）	400	400	400	700	700	700	700	700
销售数量（万吨）	458.04	442.68	454.39	621.36	697.55	700.00	700.00	700.00
平均售价（元/吨）	1160	1158	1965	2042	1575	1339	1288	1288
焦炭 销售收入（亿元）	53.13	51.25	89.27	126.85	109.85	93.76	90.14	90.14
毛利率	46.06%	53.55%	55.23%	35.69%	29.02%	24.59%	27.96%	29.25%
单吨毛利（元/吨）	534	620	1085	729	457	329	360	377
毛利（亿元）	24.48	27.44	49.30	45.27	31.88	23.06	25.20	26.36

资料来源：Wind、公司公告、国海证券研究所

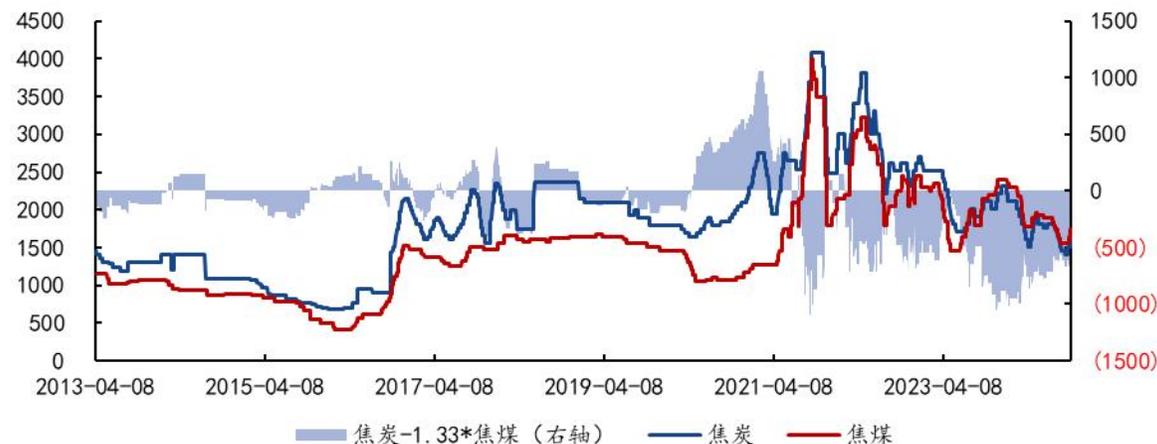
- 供给端：“十三五”以来，焦化行业大力推进供给侧结构性改革，化解过剩产能超过5000万吨。2021-2022年，随着通过产能置换新建或改造升级的焦炭项目陆续投产，焦炭行业产能有所增长。随着在建项目陆续投产，我们预计2024-2025年焦炭产能仍将小幅上涨。
- 需求端：焦炭需求主要集中在钢材行业。2021年以来，受制于节能降碳要求趋紧以及地产行业需求较弱，钢材行业产量震荡下行，我国焦炭表观消费量2024年1-8月份为3.19亿吨，同比-0.59%。受益于房地产利好政策出台以及新一轮大型设备改造，钢材需求有望复苏，焦炭有望触底反弹。

图表：焦炭供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能（万吨/年）	65000	68700	67900	66000	64500	64711	62202	64510	66710	66509	67305	68220	68220
产量（万吨）	47981	44778	44912	43143	43820	47126	47116	46446	47344	49260	49832	50418	51018
产能利用率	73.82%	65.18%	66.14%	65.37%	67.94%	72.83%	75.75%	72.00%	70.97%	74.07%	74.04%	73.90%	74.78%
进口数量（万吨）	0	0	0	1	9	52	298	133	51	24	24	24	24
出口数量（万吨）	851	985	1012	809	975	652	349	644	893	879	966.9	1063.59	1169.949
表观消费量（万吨）	47130	43793	43900	42335	42854	46527	47065	45935	46502	48405	48889	49378	49871
表观消费量增速（%）		-7.08%	0.24%	-3.56%	1.23%	8.57%	1.16%	-2.40%	1.23%	4.09%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

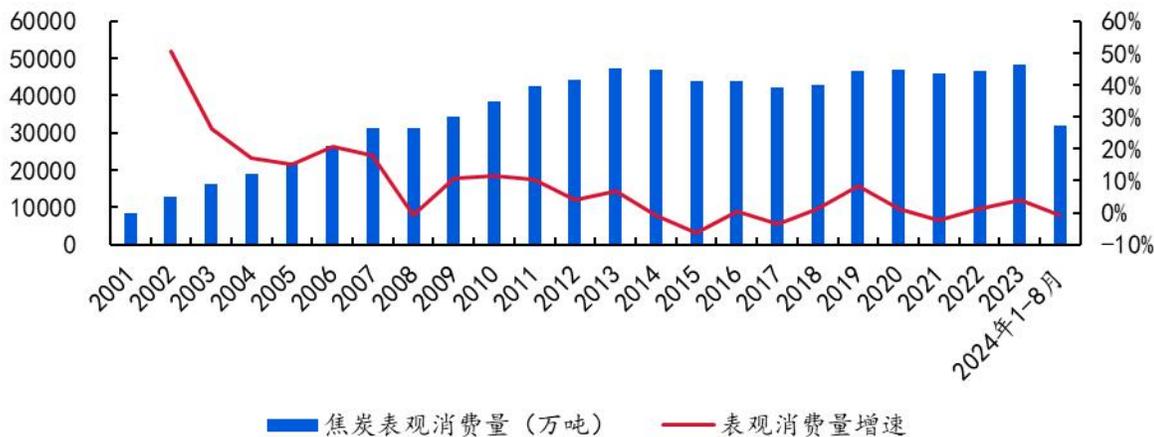
图表：焦炭价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、国海证券研究所

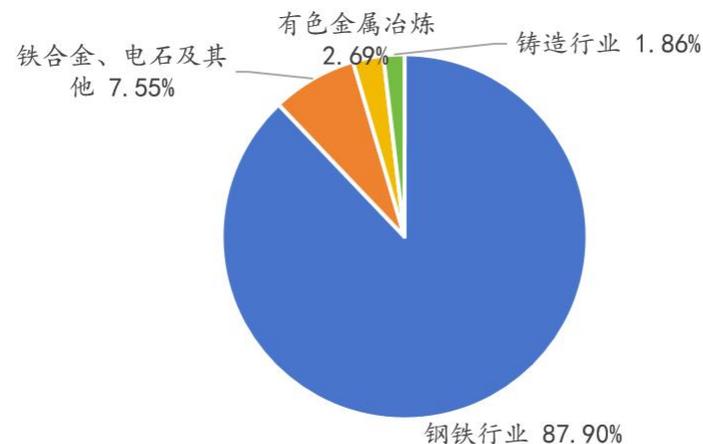
- 焦炭的下游主要是金属冶炼和化工，2023年焦炭下游87.90%用于钢铁行业，8.55%用于生产铁合金、电石等化工产品，2.69%用于有色金属冶炼。
- 受房地产市场下滑影响，2021年以来焦炭下游生铁、粗钢等产品需求较弱，2023年我国生铁、粗钢产量分别为8.71亿吨、10.19亿吨，分别同比+0.83%、+0.60%，2024年1-8月份我国生铁、粗钢产量分别为5.78亿吨、6.91亿吨，分别同比-4.29%、-3.02%。受此影响，我国焦炭表观消费量2024年1-8月份为3.19亿吨，同比-0.59%。

图表：焦炭表观消费量



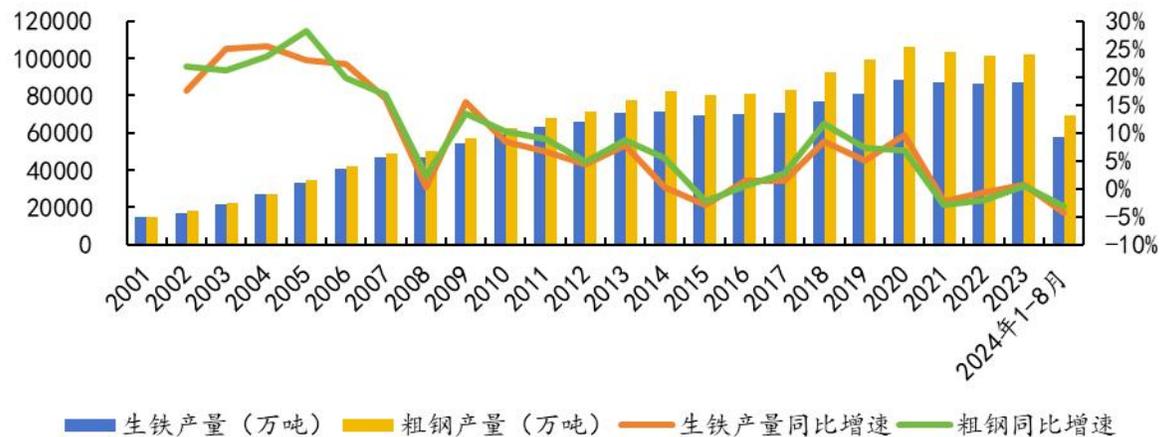
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：2023年焦炭需求结构



资料来源：卓创资讯、国海证券研究所

图表：我国生铁及粗钢产量



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：焦化行业政策推动淘汰过剩产能

政策文件	发布部门	发布时间	具体内容
《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家能源局	2022	到2025年，焦化行业能效标杆水平以上产能比例超过30%，能效基准水平以下产能基本清零，行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅提高。
《焦化行业规范条件》	工业和信息化部	2020	焦化生产企业应满足《产业结构调整指导目录(2019年本)》及地方相关政策要求，常规焦炉、半焦炉须同步配套煤气净化和利用设施；热回收焦炉须同步配套热能回收设施；钢铁联合企业焦炉须同步配套干熄焦装置和焦炉煤气精脱硫装置。
《产业结构调整指导目录(2019年本)》	国家发展改革委	2019	将顶装焦炉炭化室高度<6.0米、捣固焦炉炭化室高度<5.5米，100万吨/年以下焦化项目；热回收焦炉捣固煤饼体积<35立方米，企业生产能力<100万吨/年（铸造焦<60万吨/年）焦化项目；半焦炉单炉生产能力<10万吨/年，企业生产能力<100万吨/年焦化项目列为限制类产能
山西省《关于推动焦化行业高质量发展的指导意见(征求意见稿)》	山西省人民政府办公厅	2022	2023年底前，全省焦化企业全面实现干法熄焦，全面完成超低排放改造，全面关停4.3米焦炉以及不达超低排放标准的5.5米及以上焦炉。2025年，全行业能耗总量和能耗强度较2020年实现“双下降”，焦化企业全面迈过“生存线”，力争30%以上企业达到“发展线”。
内蒙古《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》	内蒙古自治区发改委、工信厅、能源局	2021	炭化室高度小于6.0米顶装焦炉、炭化室高度小于5.5米捣固焦炉、100万吨/年以下焦化项目，原则上2023年底前全部退出；符合条件的可按国家标准实施产能置换。

资料来源：国家发改委、国家工信部、中国政府网、山西省人民政府、内蒙古自治区发改委、国海证券研究所

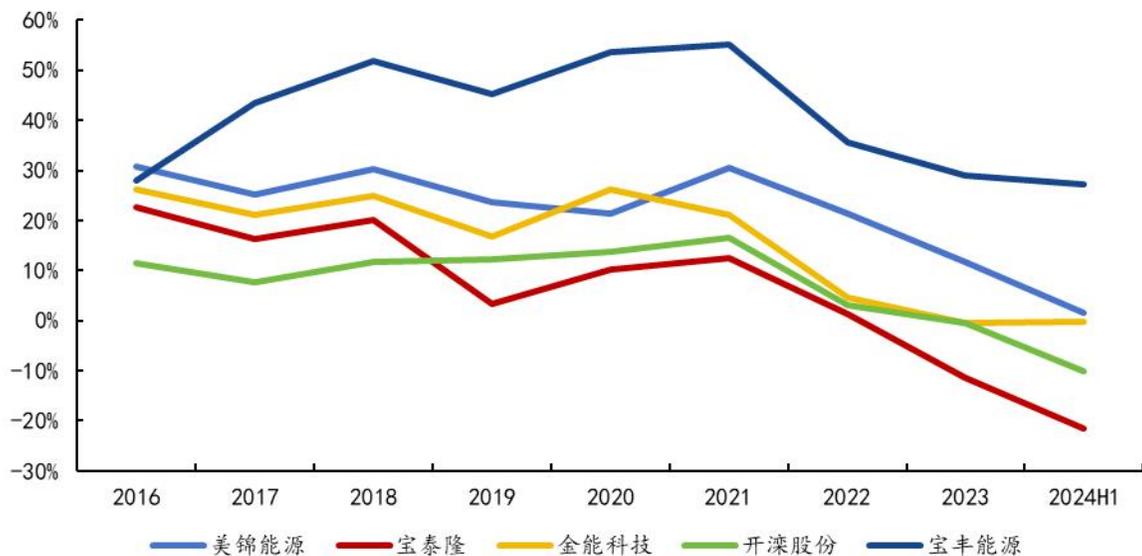
图表：焦炭新增产能及淘汰产能项目情况（截至2024年9月）

企业	省份	类型	产能（万吨/年）	投产/预计投产时间
山西禹王煤炭气化有限公司	山西省	新增产能	134	2024-01
贵州美锦华宇新能源有限公司	贵州省	新增产能	180	2024-02
贵州省盘州市宏盛煤焦化有限公司	贵州省	新增产能	120	2024-02
介休市昌盛煤气化有限公司	山西省	新增产能	90	2024-02
赤峰市得丰焦化有限责任公司	内蒙古自治区	新增产能	60	2024-03
内蒙古庆华集团有限公司	内蒙古自治区	新增产能	200	2024-03
山西茂胜煤化集团有限公司	山西省	新增产能	72	2024-03
湖北优科精密制造有限公司	湖北省	新增产能	150	2024-05
河北普阳钢铁有限公司	河北省	新增产能	6.3	2024-06
灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司	山西省	新增产能	100	2024-06
宁夏庆华煤化集团有限公司	宁夏回族自治区	新增产能	55	2024-06
孝义市金岩电力煤化工有限公司	山西省	新增产能	253	2024-06
国家能源集团煤焦化有限责任公司西来峰分公司	内蒙古自治区	新增产能	160	2024-12
凌源钢铁股份有限公司	辽宁省	新增产能	155	2024-12
内蒙古恒坤化工有限公司	内蒙古自治区	新增产能	130	2024-12
山西省襄汾县宏源煤焦化工有限公司	山西省	新增产能	216	2024-12
合计			2081.3	
企业	省份	类型	产能（万吨/年）	淘汰时间
陕西陕焦化工有限公司	陕西省	淘汰产能	70	2024-03
陕西海燕新能源(集团)有限公司	陕西省	淘汰产能	100	2024-06
陕西黑猫焦化股份有限公司	陕西省	淘汰产能	120	2024-06
陕西中汇煤化有限公司	陕西省	淘汰产能	80	2024-06
合计			370	

资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

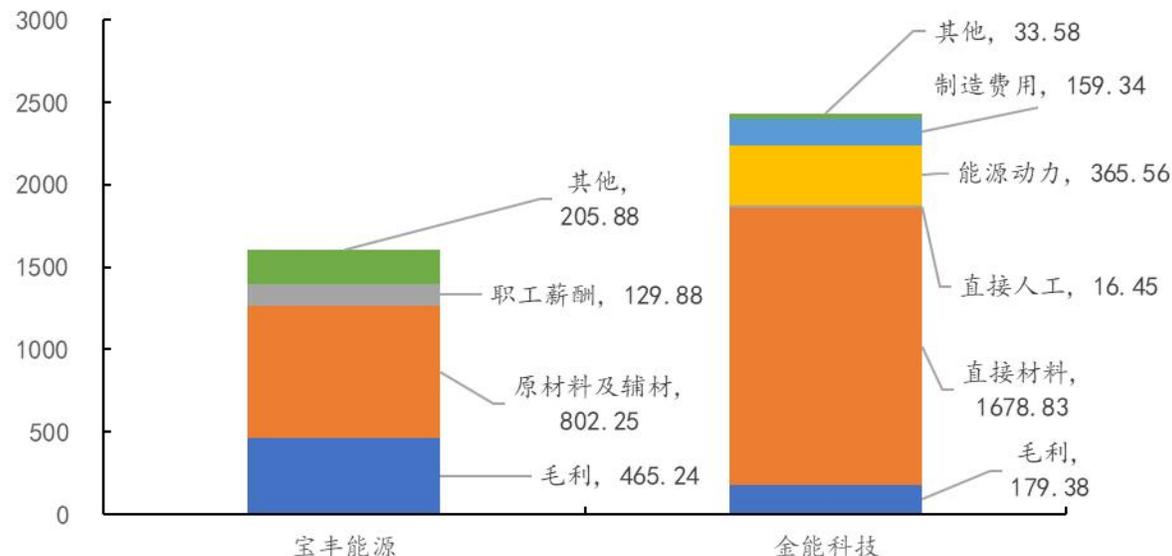
- 受益于公司产业链一体化的成本优势以及先进的技术优势，宝丰能源的焦炭单位成本相对较低，2017年至2024年上半年毛利率高于同行业可比公司。2023年宝丰能源焦炭产品单吨成本约为1138元/吨，金能科技单吨成本约为2254元/吨，宝丰能源单吨成本约为金能科技的50%，其中宝丰能源原材料及辅料成本优势显著，宝丰能源原材料单吨成本为金能科技的48%，原材料成本优势主要来自于公司自有煤炭产能。据公司公告及招股说明书，截至2024年6月，公司有四股泉煤矿150万吨/年、红四煤矿300万吨/年、马莲台煤矿400万吨/年产能，在建丁家梁煤矿90万吨/年产能，参股红一煤矿、红二煤矿各240万吨/年产能。

图表：宝丰能源与同行企业焦炭毛利率对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：宝丰能源焦炭单吨成本优势显著（元/吨，2023年年报数据）



资料来源：各公司公告、国海证券研究所

- 煤制烯烃龙头企业
- 烯烃成本优势显著
- 焦炭板块盈利触底
- **盈利预测与投资评级**
- 风险提示

➤ **聚烯烃：油煤价差拉大将提升盈利，内蒙古烯烃项目成本优势有望扩大**

1) 预计原油和煤炭价差继续拉大，煤制烯烃成本优势扩大。据IEA数据，2030年之前，全球原油需求仍将增长，全球原油供需保持紧平衡，油价有望维持在相对高位；随着国内水电、光伏、风电等可再生能源装机容量的不断提升，以及2024年水电利用小时数的提升，国内煤炭供需关系趋于宽松，若煤炭价格趋于下降，煤制烯烃相对油制烯烃的成本优势有望继续拉大。

2) 油头高成本产能去化，烯烃供给过剩有望缓解。在高油价及烯烃扩能背景下，运营成本相对较高的工厂陷入亏损状态，欧洲已有部分产能开始出清。

3) 公司内蒙古项目成本优势继续扩大。据公司公告，内蒙古烯烃项目首套装置将按计划于2024年10月投入试生产。据我们测算，由于能耗、物耗、运费、投资等方面的优势，按照2024年8月产品及原材料市场价格，内蒙古项目单吨聚烯烃净利为2811元/吨，相对宁东项目的1822元/吨再提升989元/吨。我们预计2024/2025/2026年公司聚乙烯毛利29/69/86亿元，聚丙烯毛利31/71/89亿元，烯烃板块盈利有望继续高增长。

➤ **焦炭：盈利或触底，政策利好频出景气有望复苏**

由于供过于求，目前焦炭行业或处于景气底部位置。当前，房地产利好政策出台，新一轮大型设备改造需求提升，钢材需求有望复苏，焦炭景气有望触底反弹。截至2024年中，公司具有焦炭产能700万吨/年，我们预计2024/2025/2026年公司焦炭毛利分别23/25/26亿元。

➤ **盈利预测与估值：我们预计2024/2025/2026年公司营业收入分别为355、549、591亿元，归母净利润分别为74、144、178亿元，对应PE分别为17、9、7倍，维持“买入”评级。**

- 煤制烯烃龙头企业
- 烯烃成本优势显著
- 焦炭板块盈利触底
- 盈利预测与投资评级
- 风险提示

- 碳中和政策带来的项目审批和建设进度不达预期：煤制烯烃行业属于高能耗行业，审批严格受限，公司拟建项目存在审批进度不及预期风险。
- 产品和原料价格波动风险：国际局势变化可能导致全球石油、天然气价格波动幅度增大，对公司产品价格造成不利影响。
- 项目投产不达预期：项目建设受多种因素影响，若项目投产进度不及预期可能影响公司盈利。
- 销量增长不达预期：产品销售受到市场供给及需求等多方面影响，公司在建项目投产后销售端存在不及预期风险。
- 工厂安全环保生产风险：化工产品生产及煤矿开采具有一定的危险性，在现代煤化工产品生产方面仍存在高温高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，在煤炭开采中也存在瓦斯、煤尘、水害、火灾等不安全因素。
- 测算结果与实际情况存在一定偏差风险：报告测算数据较多，测算结果与实际情况存在一定偏差风险。

# 宝丰能源盈利预测表

证券代码： 600989

股价： 16.85

投资评级： 买入(维持)

日期： 20241014

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1283	7313	10031	12762	<b>营业收入</b>	<b>29136</b>	<b>35451</b>	<b>54860</b>	<b>59135</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	26	55	82	84	营业成本	20279	23748	34446	34775	EPS	0.77	1.01	1.97	2.43
存货净额	1292	1592	2292	2303	营业税金及附加	467	544	847	917	BVPS	5.25	6.13	7.51	9.21
其他流动资产	833	1130	1316	1342	销售费用	86	97	121	130	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3435</b>	<b>10091</b>	<b>13720</b>	<b>16491</b>	管理费用	769	922	1152	1242	P/E	19.2	16.7	8.6	6.9
固定资产	41369	50566	56592	62423	财务费用	327	804	719	554	P/B	2.8	2.7	2.2	1.8
在建工程	14389	16660	18705	20977	其他费用/(-收入)	431	496	658	710	P/S	3.7	3.5	2.3	2.1
无形资产及其他	10810	10102	10481	10888	<b>营业利润</b>	<b>6786</b>	<b>9020</b>	<b>17129</b>	<b>21028</b>	<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期股权投资	1628	1728	1728	1728	营业外净收支	-319	-532	-532	-532	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>71630</b>	<b>89147</b>	<b>101226</b>	<b>112507</b>	<b>利润总额</b>	<b>6467</b>	<b>8488</b>	<b>16597</b>	<b>20496</b>	ROE	15%	16%	26%	26%
短期借款	470	970	770	570	所得税费用	816	1103	2158	2664	毛利率	30%	33%	37%	41%
应付款项	1948	2100	3131	3162	<b>净利润</b>	<b>5651</b>	<b>7385</b>	<b>14439</b>	<b>17831</b>	期间费率	4%	5%	4%	3%
合同负债	736	916	1405	1516	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	19%	21%	26%	30%
其他流动负债	11159	15888	19039	19897	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5651</b>	<b>7385</b>	<b>14439</b>	<b>17831</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>14313</b>	<b>19874</b>	<b>24346</b>	<b>25144</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	收入增长率	2%	22%	55%	8%
长期借款及应付债券	17524	23024	20524	18524	<b>经营活动现金流</b>	<b>8693</b>	<b>13981</b>	<b>23011</b>	<b>23955</b>	利润增长率	-10%	31%	96%	23%
其他长期负债	1257	1263	1263	1263	净利润	5651	7385	14439	17831	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>18780</b>	<b>24287</b>	<b>21787</b>	<b>19787</b>	少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.44	0.58	0.55
<b>负债合计</b>	<b>33094</b>	<b>44161</b>	<b>46133</b>	<b>44931</b>	折旧摊销	1823	2354	3511	3960	应收账款周转率	599.17	868.76	799.03	712.64
股本	7333	7333	7333	7333	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	15.36	16.47	17.74	15.14
股东权益	38537	44986	55093	67575	营运资金变动	806	3015	3760	959	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71630</b>	<b>89147</b>	<b>101226</b>	<b>112507</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-14101</b>	<b>-13600</b>	<b>-12360</b>	<b>-12870</b>	资产负债率	46%	50%	46%	40%
					资本支出	-12822	-14759	-12493	-13003	流动比	0.24	0.51	0.56	0.66
					长期投资	-1280	-100	0	0	速动比	0.10	0.38	0.43	0.53
					其他	0	1259	133	133					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>4769</b>	<b>5646</b>	<b>-7933</b>	<b>-8354</b>					
					债务融资	6429	7402	-2700	-2200					
					权益融资	0	-130	0	0					
					其它	-1660	-1626	-5233	-6154					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-637</b>	<b>6030</b>	<b>2718</b>	<b>2731</b>					

## 化工小组介绍

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 李娟廷, 本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597