

宝丰能源（600989.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	17.93
总市值	1314.87亿
PE-TTM	15.03
PB-MRQ	2.94

估值结果

	价值	2082亿
DDM估值	上行空间	58%
	状态	低估
	价值	2070亿
动态估值	上行空间	57%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是新型煤化工行业龙头，公司核心业务是煤制烯烃，即以煤炭作为原材料，生产聚乙烯、聚丙烯等化工品。

公司成长空间中等，主要系行业需求增速较缓慢，另外，煤化工项目审批严格，公司无法利用成本优势实现快速扩张；公司盈利趋势较差，主要系短期内乙烯行业规划产能多，乙烯供需平衡表趋于恶化；公司产业格局中等，主要系行业工艺路径较多，玩家较多，竞争较为激烈；公司护城河深厚，主要系工艺路径带来的成本优势以及公司自身技术优势带来的成本优势。

基于公司存在一定的成长空间，且随着技术迭代和新项目选址带来的成本优化的假设，公司处于估值低估状态。

我们区别于市场的观点

市场的观点：1、公司未来没有成长性，在当前产能规模下公司的长期均衡利润为120-140亿元；2、短期内行业竞争激烈程度增加，公司的业绩会出现下滑。

我们的观点：1、从成长性来看：新型煤化工能对原油形成替代，发展新型煤化工是长期需求。公司作为行业龙头，无论是盈利能力还是技术水平都属于行业领先地位，公司具备扩张能力。2、从盈利能力来看：行业存在周期性，短期业绩波动对公司长期估值不形成重大影响，无需过度聚焦短期情况。

风险提示

公司超额收益部分来源于油煤价差，在化石能源需求达峰的情况下，油煤价差存在收窄风险；由于成品油需求达峰，炼油厂未来将进行结构化转型，过程中可能造成聚烯烃过剩，公司盈利或将受影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司总部位于宁夏银川，目前在宁夏、内蒙古建有生产基地，公司计划在新疆建设第三座生产基地，该项目正在申请准备中，仍有不确定性。值得注意的是，该项目规模庞大，对公司业绩影响可达50%以上。

公司主要业务是以煤替代石油生产高端化工产品，具体包括：（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；（2）焦化，即将原煤洗选为精煤，再用精煤进行炼焦生产炭；（3）精细化工，以煤制烯烃、炼焦业务的副产品生产 MTBE、纯苯、苯乙烯、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。

公司内蒙基地采用中科院大连物化所的DMTO三代技术，该技术可以有效提高煤炭使用效率，在业内属于领先水平。

2. 业务介绍

对于宝丰能源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

煤化工：

煤化工是以煤炭作为原材料，生产化工品的业务。公司现有煤制烯烃产能520万吨/年，EVA产能50万吨/年，苯乙烯产能40万吨/年。需注意的是，公司披露口径中包含精细化工业务，我们将其归于煤化工业务。由于烯烃可由原油、天然气、煤炭生产，因此公司需与炼化企业、气化工企业、煤化工企业竞争。我们将该业务界定于国内市场。

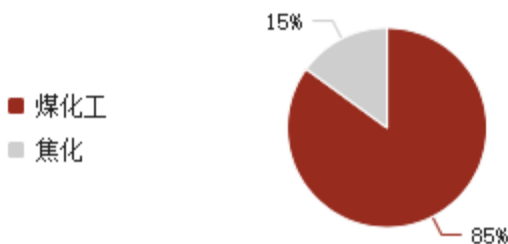
聚烯烃下游主要为塑料制品，广泛应用于日常生活中。

焦化：

焦化是将原煤洗选为精煤，再用精煤进行炼焦生产炭的业务。公司现有焦炭产能700万吨/年，煤矿自有产能820万吨/年。由于自有煤矿，公司可减少外部采购，从而提升盈利能力。我们将该业务界定于国内市场。

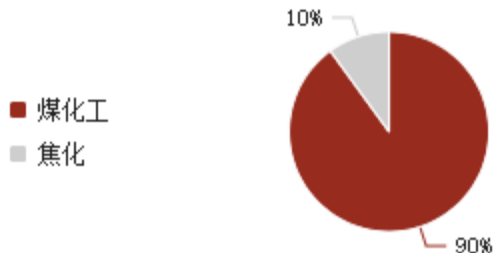
焦炭主要用于炼钢，下游为钢铁行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是典型的流程型重资产制造业企业，主要产品聚烯烃属于大宗商品。聚烯烃下游应用广泛，公司客户集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

煤制烯烃装置单吨投资额高（1.5-3万元/吨），为了实现规模效应，单套装置规模较大，因此一个成规模的项目投资额可达百亿。宝丰能源内蒙300万吨煤制烯烃项目投资额近500亿元，可见该行业资产强度之高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

聚烯烃属于成熟产品，无需投入大量研发费用，因此公司研发强度一般，2024年公司研发费用率为2.3%。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

煤制烯烃属于流程型制造业，生产主要依赖设备的运转，对人力需求较低，因此公司人力资源密集度一般，2024年公司单位收入薪酬为0.12。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

聚烯烃属于大宗商品，下游主要为塑料厂和贸易商，格局较为分散，因此公司客户集中度较低，2024年公司前五大客户采购额占比为18%。

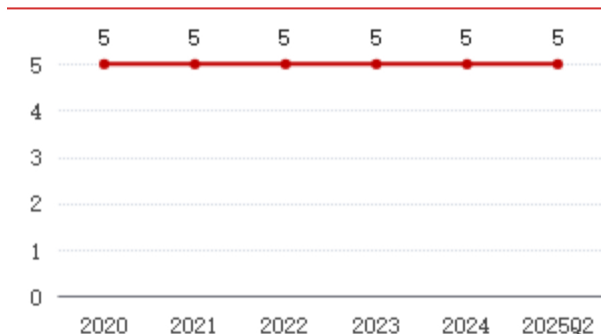
4. 历史经营绩效

公司经营稳健，盈利能力极强，业务控制力较好，与公司行业龙头地位匹配。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力强劲，主要在于聚烯烃的生产工艺的成本优势，煤制烯烃相较油制烯烃存在巨大的成本优势，同时，公司的技术优势及规模优势也为公司创造了部分超额收益。另外，公司自有焦煤资源，焦化业务成本优势明显，并且公司可以将焦化过程中的副产品转化为高附加值的化工品，从而提升该业务的盈利能力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司是典型制造业，主要靠固定资产增长（新增装置）驱动业绩增长。近年公司宁东三期、内蒙项目陆续投产，带动公司业绩增长。由于煤化工行业存在高污染属性，新项目审批较为严格，因此公司难以实现快速扩张。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



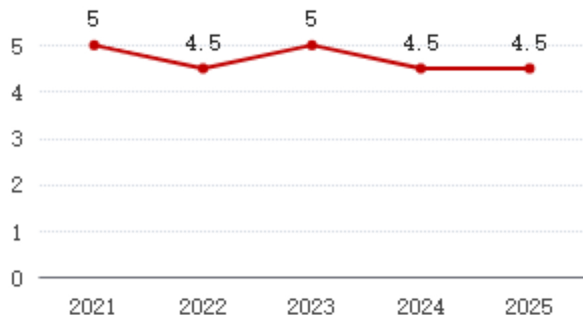
数据来源：公司财报，壹评级

公司在产业链中属于核心企业，上下游没有强势企业，因而公司业务控制力较强。由于新型煤化工的重资产属性，公司在项目建设阶段财务状况表现一般，但随着项目的投产，公司的财务健康状况将得到明显改善。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力强，且股息支付的意愿较高，2024年公司股利支付率达超45%，股息率为2.4%。如果未来公司不再进行产能扩张，公司的股息率仍有提升空间。

5. 四维评级

公司护城河深厚，成长空间一般，产业格局一般，盈利趋势较弱。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司所处行业下游需求增速缓慢，长期成长能力一般。因为煤化工行业项目审批较为严格，限制了公司快速扩张的能力。综合来看，公司成长空间一般。

煤化工(3.5星):

短期而言，公司内蒙300万吨煤制烯烃项目落地，公司业绩实现大幅增长。长期来看，公司业绩增长仍需靠新项目的投产驱动，近期可关注公司新疆400万吨煤制烯烃项目的进展情况。因为公司成本优势显著，具备扩张能力，长期而言公司能够持续扩张。

焦化(1.5星):

焦炭下游需求增速缓慢，公司成长空间受限。2020-2024年焦炭产量符合增速不及1%。

5.2 盈利趋势

★★☆☆☆

短期内，行业存在大量产能投放，公司产品将面临过剩风险，公司盈利趋势差。

煤化工(2星):

2025-2026 年我国聚乙烯产能分别新增747、512万吨，产能同比增速22%、12%。产能投放后，行业竞争压力将增大，阶段性过剩或难以避免。公司煤化工业务盈利趋势较差。

焦化(1.5星):

受原煤产能释放影响，焦煤价格持续下行。在焦化行业过剩的背景下，焦煤价格下行，会进一步压低焦炭的价格。受焦煤、焦炭价格下跌影响，公司焦化业务盈利趋势差。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处行业产品同质化程度高，以价格竞争为主，且行业资产较重，退出壁垒高，行业产能难以快速出清，因此竞争较为激烈。上下游均较为分散，并且不存在强势企业，因此对上下游竞争格局较好。行业替代品风险和新进入者风险较小。

煤化工(3星):

聚烯烃存在油头、煤头、气头三种生产工艺，参与企业较多，竞争较为激烈。行业上下游没有强势企业，行业没有新进入者和替代品风险。整体而言产业格局一般。

焦化(2.5星):

焦化行业进入壁垒较低，格局非常分散，竞争激烈程度较高。行业上下游没有强势企业，行业没有新进入者和替代品风险。整体而言产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，主要体现为资源优势、规模优势和技术优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
煤化工	(4.5星)公司采用最先进的煤制烯烃技术，成本优势显著，2024年该业务经壹评级调整后的ROE可达13%，需注意此时公司内蒙项目尚未完全产生效益，未来存在大幅提升空间。公司作为行业龙头，份额较高，业务控制力强。	(4.5星)该业务的护城河来源于规模优势、技术优势，持续性强。1) 公司是国内最大煤制烯烃生产企业，其中内蒙基地是全球最大的煤制烯烃生产工厂，公司具备低成本扩张能力，该优势持续性强。2) 公司采用先进工艺，原材料利用率高，可大幅节约成本，另外公司单吨投资额显著低于同行，折旧优势明显。公司技术护城河存在后发优势特点，因此公司技术护城河长期而言会出现衰退。
焦化	(3星)公司一体化程度较高，既有上游资源优势，又可对副产品进行深加工，超额收益明显。2024年该业务经壹评级调整后的ROE可达14%。尽管行业分散，但是公司规模也是行业领先水平，业务控制力强。	(4.5星)该业务的护城河来自于资源优势、规模优势，持续性强。1) 公司该业务煤炭自给率约50%，相较外购原材料的企业成本优势显著，该优势持续性强。2) 公司炼焦过程中产生的副产品焦炉煤气，可用于制造聚烯烃，充分发挥一体化协同优势，该优势持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值为2000-2100亿元区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：煤化工、焦化，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

煤化工：

收入假设：

- 1) 短期：销量由产能规划驱动，我们预计产品价格因行业过剩而出现一定下滑，聚烯烃价格下跌约10%。
- 2) 长期：公司具备扩张能力，给予一定产能增速，我们预计公司产能维持约5%增速。产品价格维持稳定。

盈利能力假设：

- 1) 短期：受行业过剩下滑影响，业务毛利率小幅下降，我们预计公司毛利率下降5%。
- 2) 长期：业务毛利率存在一定修复空间，在行业过剩产能被消化后将向中枢修复。在远期，我们预计因为技术扩散等因素，该业务毛利率中枢小幅下移，远期毛利率保持30%水平。

焦化：

收入假设：

- 1) 短期：销量维持稳定，我们预计价格受反内卷政策影响在未来几年会持续修复，价格涨幅约20%；
- 2) 长期：公司产能可小幅增长，价格维持相对稳定，长期产能增速约2%。

盈利能力假设：

- 1) 短期：毛利率触底，在反内卷政策影响下出现反弹；
- 2) 长期：公司可获取超越社会平均回报率水平的收益，毛利率可以维持略超30%水平。

表2：公司整体业绩预测

宝丰能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	283.0	289.0	328.0	521.0	535.0	581.0	610.0	637.6
归母净利润(亿)	59.2	51.4	58.5	110.7	102.0	110.4	124.0	128.5
归母净利润增速(%)	-11.5	-13.1	13.9	89.2	-7.8	8.2	12.3	3.7
经营性净利润(亿)	62.3	55.1	62.7	118.9	109.6	118.6	133.2	138.1
经营性净利润增速(%)	-10.1	-11.6	13.8	89.7	-7.8	8.2	12.3	3.7
经营性归母净利润(亿)	59.0	51.3	58.3	110.7	102.0	110.4	124.0	128.5
经营性归母净利润增速(%)	-11.3	-13.1	13.8	89.7	-7.8	8.2	12.3	3.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

煤化工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	152.0	177.0	227.0	437.0	451.0	490.0	512.0	537.6
收入增速(%)	9.4	16.4	28.2	92.5	3.2	8.6	4.5	5.0
经营性净利润(亿)	28.2	33.6	45.3	106.7	94.0	98.0	111.1	117.2
经营性净利率(%)	18.6	19.0	20.0	24.4	20.9	20.0	21.7	21.8
经营性净利润增速(%)	-7.6	19.1	34.8	135.3	-11.8	4.3	13.3	5.5
焦化	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	131.0	112.0	101.0	84.0	84.0	91.0	98.0	100.0
收入增速(%)	40.9	-14.5	-9.8	-16.8	0.0	8.3	7.7	2.0
经营性净利润(亿)	34.0	21.5	17.3	12.2	15.6	20.5	22.1	20.9
经营性净利率(%)	26.0	19.2	17.2	14.6	18.6	22.6	22.5	20.9
经营性净利润增速(%)	-12.1	-37.0	-19.2	-29.4	27.3	31.8	7.5	-5.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤化工	4.8%	中低	较好	强	7.5%	16.5	115.2
焦化	2.0%	中低	一般	强	8.5%	12.57	21.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤化工(亿)	376.9	1422.9	1799.8	-	-	-	1799.8
焦化(亿)	77.0	193.1	270.1	-	-	-	270.1
公司整体测算(亿)	453.9	1616.0	2069.9	-	-	-	2069.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤化工(亿)	974.9	834.9	1809.8	-	-	-	1809.8
焦化(亿)	167.5	105.0	272.5	-	-	-	272.5
公司整体测算(亿)	1142.4	939.9	2082.3	-	-	-	2082.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：行业信息透明度较高，公司主要产品、原材料价格易获取，公司所处行业相关信息易获取；公司信息披露较好，与市场交流充分。业绩预测层面：行业周期性强，且公司存在对业绩影响较大的不确定性事件（新疆煤化工项目），公司业绩预测准确度一般。总体而言，公司估值确定性较好。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。