

广汇能源 (600256)

煤炭新矿获批兑现在即，铸就高股息、高成长兼具标的

买入 (首次)

2024年03月07日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书: S0600123070008

liaolq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	24,865	59,409	60,549	74,553	81,066
同比	64.30%	138.93%	1.92%	23.13%	8.74%
归母净利润 (百万元)	5,003	11,338	5,566	8,021	9,171
同比	274.40%	126.61%	-50.91%	44.10%	14.34%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.76	1.73	0.85	1.22	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	10.81	4.77	9.72	6.75	5.90

关键词: #产能扩张

投资要点

- **公司煤炭产能快速扩张，助力业绩高速增长。**公司煤炭储量丰富，资源禀赋优异，是疆煤保供的核心标的。马朗煤矿投产后，2024年预计为公司带来2000万吨产量增量，增幅高达54%。此外，十四五期间随着东部矿区的建设投产，公司煤炭产能保持快速增长状态。中期来看，煤炭供给偏紧格局下，预计3-5年内煤价中枢将维持相对高位，产量的高增长将为公司带来高盈利弹性。
- **低生产成本叠加铁路协同运输优势，扩大公司外销辐射区域，造就公司煤炭外销成本护城河。**公司煤矿属于优质露天煤矿，开采完全成本约130元/吨，远低于陕蒙地区260-320元/吨水平。公司将津铁路协同运输，大幅扩大公司煤炭外销辐射区域，打破“疆煤外运”瓶颈，煤炭外销综合成本优势明显。经测算，当前公司煤炭在甘肃、四川市场的综合成本已经低于陕西、内蒙古地区煤炭，具有较强市场竞争力；且即便未来极端悲观情况下煤价回落，假设秦皇岛港口煤价从当前1000元/吨降至600元/吨，公司煤炭外销仍具有明显收益，具有较强的抗风险能力。
- **长协贸易天然气及自产气成本优势显著，稳定贡献利润。**23年全球天然气价格受全球经济增速放缓影响高位回落，但供给较为刚性，预计短期供给偏紧格局将延续，价格中枢有望上移。此背景下，公司长协贸易气及自产气凭借低成本优势，充分受益于价格弹性，稳定贡献盈利。此外，公司启东LNG接收站项目设计周转量已达到600万吨，受益于此，码头租赁装卸收取固定费用的模式也将稳定贡献业绩，增厚公司盈利。
- **高分红比例彰显未来发展信心，投资确定性赋予公司强避险属性。**公司公告2022-2024年度连续三年累计分配的利润不少于近三年实现的年均可供分配利润的90%，且每年实际分配现金红利不低于0.70元/股。按3月6日收盘价8.24元计算，保底分红0.7元/股对应公司23年股息率约8.50%，高分红带来的投资确定性为公司未来估值抬升提供有力支撑。
- **盈利预测与投资评级：**我们从两个角度，给予公司价值评估：**从股息率估值角度**，我们预期未来在低利率市场环境下，公司股息率有望进一步降低，由当前8.5%降低至5.5%左右，对应目标价12.73元。**从PE估值法角度**，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为55.66/80.21/91.71亿元，对应PE分别为10/7/6倍，低于行业可比公司平均12/10/9倍。我们给予公司2024年10倍PE目标估值，对应目标价12.22元。考虑到公司兼具高成长和低估值属性，未来煤炭产量增长有望贡献业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭下游需求不及预期；天然气价格不及预期；煤矿项目投产进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.24
一年最低/最高价	6.20/10.32
市净率(倍)	1.88
流通A股市值(百万元)	54,101.82
总市值(百万元)	54,101.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.39
资产负债率(%,LF)	52.67
总股本(百万股)	6,565.76
流通A股(百万股)	6,565.76

相关研究

- 《广汇能源(600256): 煤炭新矿获批兑现，铸就高股息、高成长兼具标的》
2023-10-09
- 《广汇能源(600256): LNG业务高弹性，长焰煤利用奠定长线逻辑》
2018-09-12

内容目录

1. “气煤油”齐具赋予稀缺属性，战略性布局绿能着眼未来	5
2. 煤炭资源丰富外运突破，政策加持产量有望高成长	8
2.1. 国内煤炭供给偏紧，保供政策促进疆煤产能释放	8
2.2. 公司煤炭资源丰富，新增产能高速增长	9
2.3. 将淖红铁路协同改变供应格局，降本增效彰显运输优势	12
2.4. 产量高增提供业绩弹性，成本优势铸就护城河	14
3. LNG 自产+贸易并举，构筑天然气核心竞争力	17
3.1. 天然气业务稳步扩张，业绩再破前高	17
3.2. “2+3”模式灵活创收，启东站扩建释放产能	18
3.3. 长协锁定低价气源，国际转售具备高利润弹性	20
4. 煤化工成本优势凸显，利润贡献稳定	22
4.1. 深度布局现代煤化工，油价上涨驱动景气回升	22
4.2. 产品价格有望维持高位，低成本带来稳定业绩支撑	24
5. 布局 CCUS 和氢能，助力绿色能源转型	26
5.1. CCUS 及驱油项目稳步推进，成本优势明显	26
5.2. 加速氢能产业布局，实现经济、社会效益双提升	27
6. 盈利预测与估值	29
6.1. 关键假设	29
6.2. 盈利预测与公司估值	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1:	广汇能源股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
图 2:	2014-2023Q3 公司营收情况 (亿元, %)	6
图 3:	2014-2023Q3 公司归母净利润情况 (亿元, %)	6
图 4:	2022 年公司营业收入占比 (%)	7
图 5:	公司分产品营业收入增速 (%)	7
图 6:	2022 年公司毛利占比 (%)	7
图 7:	公司分产品毛利增速 (%)	7
图 8:	2014-2022 年公司三项费用率 (%)	8
图 9:	2014-2022 年公司毛利率和净利率 (%)	8
图 10:	21 年以来煤炭价格高位震荡	9
图 11:	2022 年我国各省煤炭储量占比 (%)	9
图 12:	公司煤炭板块产业链	10
图 13:	2016-2022 年甘肃省煤炭净调入量 (万吨)	11
图 14:	云贵川三地煤炭净调入量 (万吨)	11
图 15:	公司煤炭市场布局	11
图 16:	红淖铁路示意图	12
图 17:	红淖铁路投运以来装车列数 (列)	13
图 18:	公司经红淖铁路发运量 (万吨/年)	13
图 19:	公司煤炭产量 (不含自用煤) (万吨, %)	14
图 20:	公司煤炭销量 (不含自用煤) (万吨, %)	14
图 21:	2023 年底社会煤炭库存较年初增加 4637 万吨	15
图 22:	23 年进口总量较 22 年多 18108 万吨 (万吨)	15
图 23:	公司煤炭板块销售均价及吨煤毛利 (元/吨, %)	15
图 24:	新疆哈密 6000K 动力煤价格 (元/吨)	15
图 25:	天然气板块产业链示意图	17
图 26:	公司天然气销量稳步增长 (亿方, %)	18
图 27:	公司天然气营收逐年攀升 (亿元, %)	18
图 28:	公司外购 LNG 销量及增速 (亿方) (%)	20
图 29:	自产销量与外购销量占比 (%)	20
图 30:	2023 年国际天然气价格高位回落	21
图 31:	公司自产 LNG 产量及增速 (亿方, %)	22
图 32:	公司自产 LNG 销量及增速 (亿方, %)	22
图 33:	广汇能源煤化工板块运营主体及主要项目	22
图 34:	公司煤化工板块营收及毛利润 (亿元)	24
图 35:	煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强	24
图 36:	布伦特原油价格今年稳中有涨 (美元/桶)	25
图 37:	国内新疆地区甲醇市场价 (元/吨)	25
图 38:	公司甲醇产品销量和产量 (万吨)	25
图 39:	新疆煤焦油市场价	26
图 40:	公司煤基油品销量和产量 (万吨)	26
图 41:	CCUS 技术环节	26

表 1:	公司“一二三四”转型战略.....	5
表 2:	公司矿区煤炭资源储备概况.....	10
表 3:	煤炭储运基地项目概况.....	14
表 4:	煤炭板块利润弹性测算.....	16
表 5:	2023 年不同区域煤炭销售总成本测算表 (元/吨, km)	16
表 6:	港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨)	17
表 7:	天然气板块产能情况.....	18
表 8:	启东 LNG 接收站项目建设与产能规划	19
表 9:	启通线市场落实情况相关协议.....	19
表 10:	自产 LNG 盈利弹性测算	22
表 11:	表格: 公司煤化工项目建设与产能规划.....	24
表 12:	各行业 CCUS 二氧化碳减排需求潜力 (亿吨/年)	27
表 13:	氢能项目规划建设配置内容.....	28
表 14:	氢能产业链综合利用项目节能减碳效应 (万吨/年)	28
表 15:	公司主要业务假设及利润拆分 (百万元)	29
表 16:	可比公司估值表 (元/股, 倍)	30

1. “气煤油” 兼具赋予稀缺属性，战略性布局绿能着眼未来

广汇能源创始于1994年，于2000年5月在上交所上市。2002年，公司开始进行产业结构调整，2012年剥离了全部非能源业务，成功转型为专业化的能源开发上市公司，是目前在国内外同时拥有“气、煤、油”三种资源的民营企业。

公司立足于“气、煤、油”等能源资源，深耕天然气、煤炭和煤化工三大板块，布局CCUS、氢能，逐步向绿色能源转型。2012-2020年期间，公司完成了第一次战略转型目标，走绿色开发、低碳利用、清洁发展之路，“气、煤、油”三大资源板块协同发展。

2021年，公司启动了以“绿色革命”为主题的第二次战略转型升级(2021-2025年)，围绕现有产业格局，集中优势力量，实施“一二三四”战略，重点突出天然气业务，平衡发展煤炭和煤化工板块，战略布局二氧化碳捕集封存(CCUS)及驱油、氢能等绿色能源板块，计划转型为传统化石能源与新型能源相结合的能源综合开发企业。

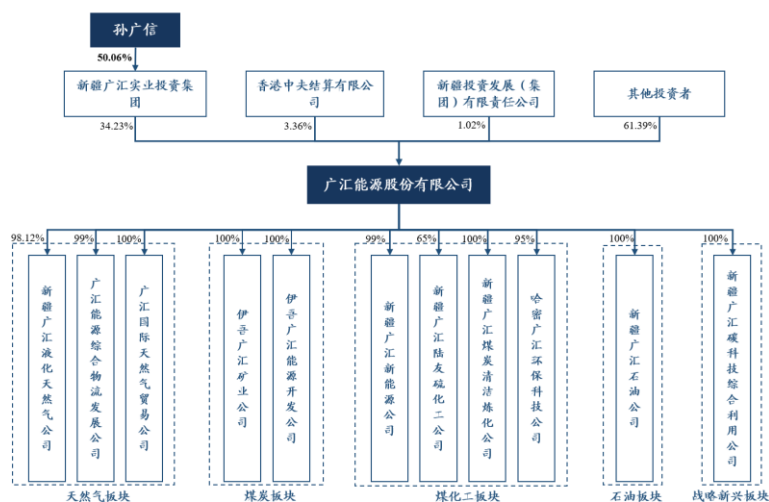
表1: 公司“一二三四”转型战略

要求	明细
“一个主业”	天然气业务
“二个板块”	煤炭和煤化工板块
“三个转型”	转型为全球领先的二氧化碳捕集封存(CCUS)及驱油企业 转型为国内领先的氢能源全产业链发展企业 转型为传统化石能源与新型能源相结合的能源综合开发企业
“四个场景”	最佳的原料供应场景、最佳的生产制造场景、最佳的市场需求场景、最佳的终端应用场景

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构清晰。截至2023年9月30日，公司总股本65.66亿股，其中控股股东新疆广汇实业投资集团持股34.23%，实际控制人为孙广信先生。

图1: 广汇能源股权结构(截至2023年9月30日)



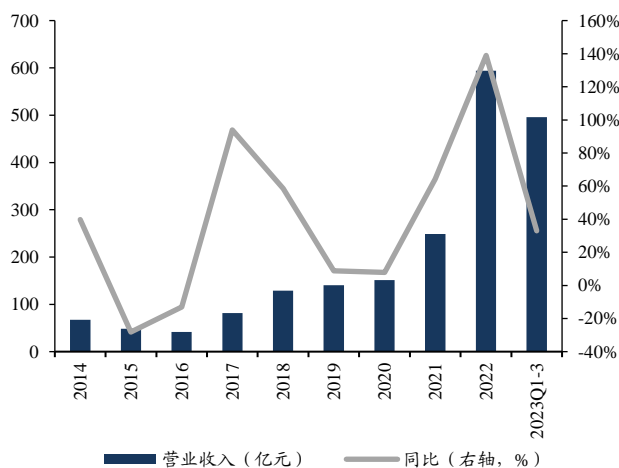
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021年以前，公司历史业绩相对平稳。2014-2016年，受经济增速放缓、能源结构调整等因素影响，下游需求低迷，公司业绩随之下降。2017年，行业供给侧改革叠加需求恢复，能源价格一路上行，公司业绩拐点初步显现；但2018-2020年受大宗商品价格下行影响，公司煤化工产品盈利能力下降，造成归母净利润下滑。

2021-2022年，全球能源供需偏紧背景下，行业景气度高，叠加公司各项业务的持续扩张，公司业绩大幅提升。2021年公司实现归母净利润50.03亿元，同比增长274%。2022年，公司在21年高基数的基础上，业绩再创新高，实现归母净利润113.38亿元，同比增长127%。

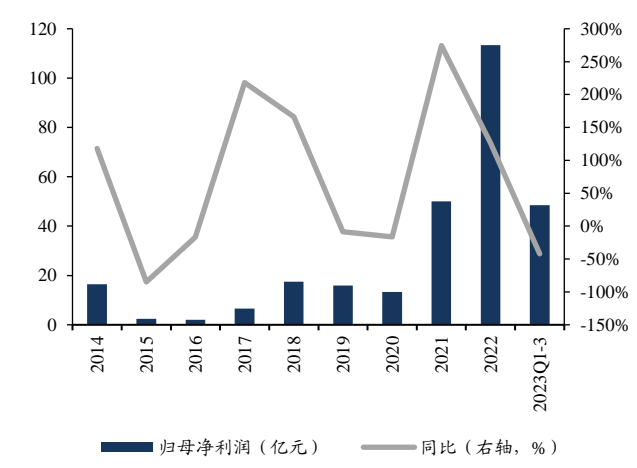
2023年以来，受全球能源景气度回落影响，公司业绩同比下滑。2023年前三季度公司实现归母净利润48.51亿元，同比降幅42%。

图2: 2014-2023Q3公司营收情况(亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 2014-2023Q3公司归母净利润情况(亿元, %)

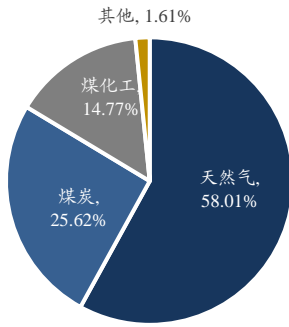


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

天然气、煤炭和煤化工是公司三大主要业务板块，贡献主要营收和利润。2022年，公司天然气、煤炭、煤化工三大板块营收占比分别为58.01%、25.62%、14.77%，合计占比达98.40%；天然气、煤炭、煤化工毛利占比分别为42.28%、39.55%、17.92%，合计占比达99.74%。

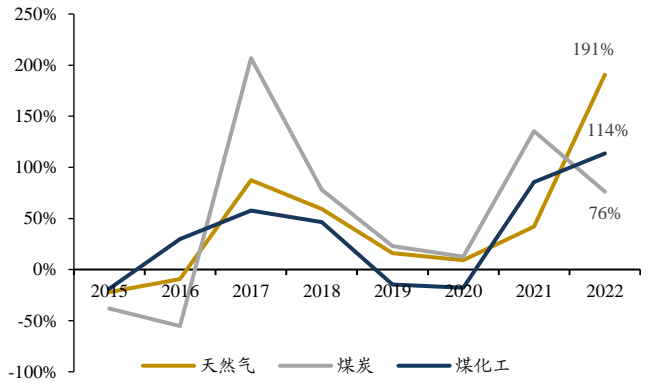
增速方面，天然气与煤炭板块表现亮眼。2022年公司天然气与煤炭业务分别实现收入344.63亿元、152.18亿元，同比增长190.66%、76.16%；毛利润71.92亿元、67.27亿元，同比增长93%、84%，贡献重要业绩增量。

图4: 2022 年公司营业收入占比 (%)



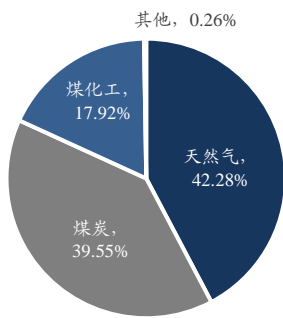
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司分产品营业收入增速 (%)



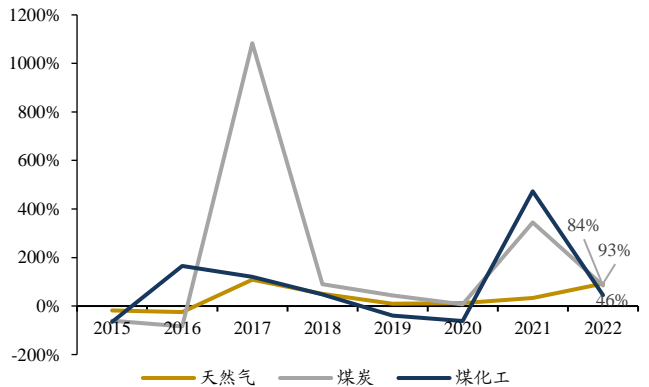
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2022 年公司毛利占比 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

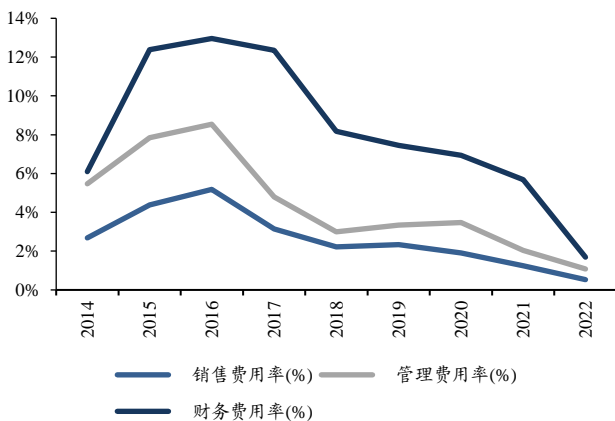
图7: 公司分产品毛利增速 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

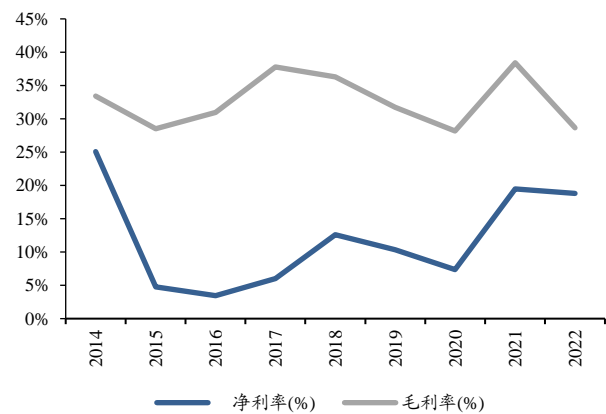
公司管理水平逐渐提高, 三项费用率下降, 盈利能力提升。2017 年以来, 随着公司成本控制能力逐步增强, 公司三项费用率整体呈下降趋势。2022 年, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.53%、1.08%、1.69%, 均较 17 年有明显下降。毛利率方面, 2021-2022 年能源行业高景气下, 公司盈利能力显著提升, 2022 年公司毛利率达到 28.63%, 净利率达到 18.78%。

图8：2014-2022 年公司三项费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2014-2022 年公司毛利率和净利率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 煤炭资源丰富外运突破，政策加持产量有望高成长

2.1. 国内煤炭供给偏紧，保供政策促进疆煤产能释放

能源供给不足衍生能源安全担忧，煤炭保供势在必行。近年“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿，造成供给端相对刚性，而需求端用电需求稳步增长，使煤炭供需趋紧。2021年以来，极端天气、俄乌冲突等多重因素进一步加剧了煤炭等基础能源供给不足的问题，供需矛盾激化使得全球范围内煤价大幅上涨，影响了居民日常用电和工业平稳运行。因此，在能源安全要求下，我国煤炭增产保供成为必然趋势。

东部煤炭资源逐渐枯竭，西部地区成为煤炭增产保供核心。我国煤炭资源分布总体呈“西多东少，北富南贫”的特点，面对东部地区中小煤矿资源逐渐枯竭、落后产能加速退出的现状，西部地区尤其是新疆地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。

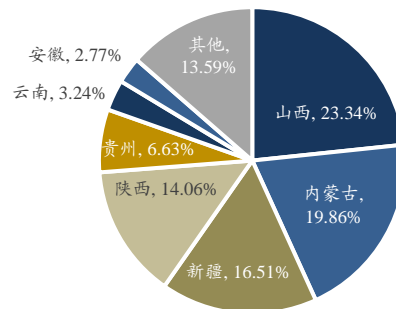
新疆煤炭储量全国第三，且资源禀赋优异，开采成本和开采难度低。根据自然资源部发布的《2022年全国矿产资源储量统计表》，截至2022年底，我国煤炭储量达2070.12亿吨，其中新疆地区储量达342亿吨，占比16.51%，是我国第三大煤炭资源储藏地，具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势，开发潜力较大。此外，新疆煤类资源从褐煤到无烟煤均有分布，总体上以低变质程度的烟煤（长焰煤、不粘煤和气煤）为主，发热量高，具有低硫、低磷、低灰的特点。

图10: 21年以来煤炭价格高位震荡



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年我国各省煤炭储量占比(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

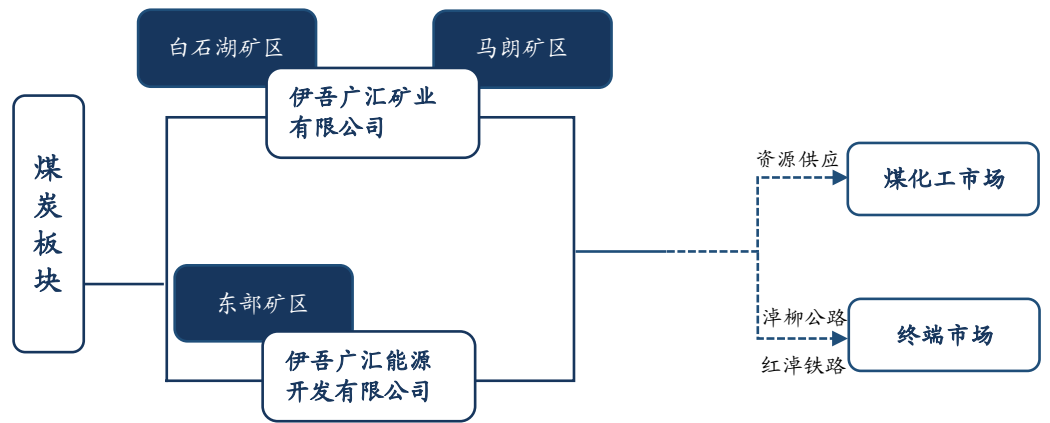
煤炭供应保障政策持续发力, 疆煤产能持续释放。2022年5月, 新疆维吾尔自治区人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》, 强调加快新疆大型煤炭供应保障基地建设。《方案》中提到, “十四五”时期, 新疆地区将以增产增供为基本原则, 预计2025年新疆地区达成年产能4.6亿吨以上、产量4亿吨以上的总量任务; **预计将新增产能1.64亿吨, 增幅超60%。**

疆煤开发中吐哈地区占有重要地位。“十四五”期间吐哈地区新增批复矿井和规划储备产能均超过新疆地区的50%。现有在产煤矿产能6760万吨/年, 占新疆在产煤矿总产能的28.14%; “十四五”新增批复矿井产能8600万吨/年, 占新疆新增批复矿井总产能的52.38%; “十四五”规划储备产能4940万吨/年, 占新疆储备煤矿项目的59.02%。

2.2. 公司煤炭资源丰富, 新增产能高速增长

公司煤炭资源地处哈密, 储量丰富、禀赋优异。公司煤炭资源总量约65.97亿吨, 可采储量达60.03亿吨, 主要分布在新疆哈密淖毛湖矿区, 包括白石湖煤矿、马朗煤矿、东部煤矿。公司主要煤种为长焰煤和不粘煤, 属单一中厚近水平煤层, 开采条件优越, 具有固定碳含量高、产气量高、热值高、内含水 and 含氧量低的特点, 属于高质量的气化原料煤和动力煤。

图12: 公司煤炭板块产业链



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司煤炭资源主要集中于新疆哈密伊吾县淖毛湖周边, 拥有以下三处矿区:

- (1) **白石湖煤矿:** 为公司目前唯一在产矿井, 2020年核定产能800万吨。2022年6月, 新疆自治区发改委出具了《关于淖毛湖矿区白石湖二号露天煤矿等2处煤矿生产能力的批复》, 生产能力由800万吨/年核增至1300万吨/年, 2022年12月产能进一步核增至1800万吨, 目前公司正在推进白石湖矿区的核增工作, 远期产能有望达到4000万吨。
- (2) **马朗煤矿:** 公司控股子公司伊吾矿业于2020年获得详查探矿权, 并于2021年获取探矿权证。马朗露天煤矿所产煤炭热值在6300大卡左右, 为优质不粘煤, 主要作为化工原料煤, 马朗一号煤矿规划产能为1500万吨/年, 远期规划产能目标为2500万吨。根据公司公告, 马朗煤矿已取得国家能源局产能置换批复及全国投资项目统一项目代码, 预计2024年一季度进入试运转生产状态。
- (3) **东部煤矿:** 位于新疆伊吾县淖毛湖煤田东部地区, 目前东部矿区相关手续仍在办理中, 规划在“十四五”末投产, 规划设计产能2000万吨/年。

保供政策加持下, 公司煤炭增产潜力巨大。预计后续随着马朗矿区和东部矿区的投产, “十四五”期间公司煤炭总产能将增长至8500万吨。

表2: 公司矿区煤炭资源储备概况

主要矿区	煤矿	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	热值(千卡/千克)	产能目标(万吨/年)
白石湖矿区	白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	9.69	9.69	5000-5500	4000
	白石湖露天煤矿		8.03	7.22		
马朗矿区	马朗露天勘查区	不粘煤	7.21	5.06	6000以上	2500
	马朗一号井田		10.88	7.92		
东部矿区	东部勘查区	长焰煤-不粘煤	29.53	29.53	5000-5500	2000

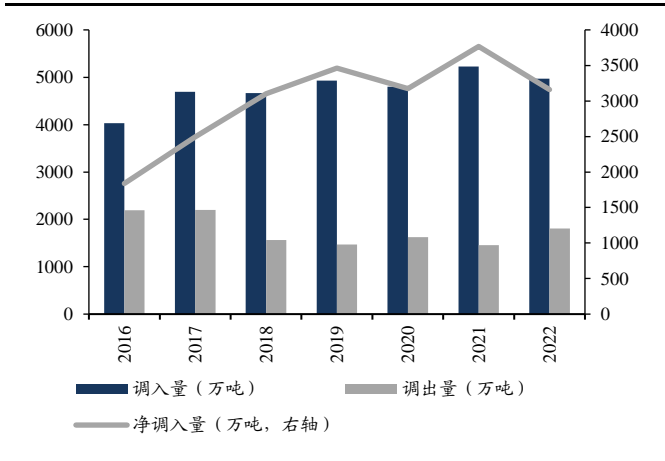
农场煤矿东部勘查区	0.62	0.60	
合计	65.97	60.03	8500

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

煤炭销售立足新疆，向外拓展甘肃、川渝市场。公司的煤炭销售采取直销模式，销售市场主要集中在哈密淖毛湖周边（客户为矿区周边兰炭厂）、兰州河西走廊一带（客户为当地发电厂和钢铁厂）和云贵川地区（客户为当地钢铁厂）。其中淖毛湖周边市场较小，2022年市场销售占比约20%，疆外市场中甘肃市场销售占60%，云贵川占比约20%。

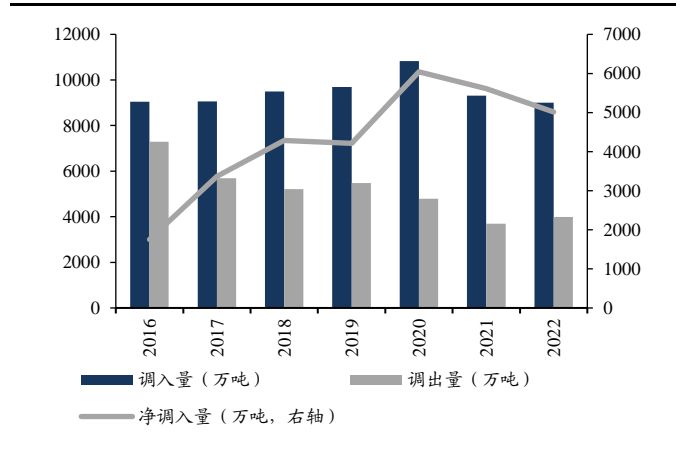
当前甘肃、云贵川等地区煤炭供给缺口较大，外调煤炭需求稳中有升，为公司后续煤炭市场销售打开成长空间。甘肃市场需求较为稳定，2018-2022年净调入量维持在3100万吨-3500万吨；而云贵川地区近年来煤炭供需缺口持续扩大，净调入量从2016年1751万吨增长至2020年6041万吨，对外省煤炭依赖度持续提升，有望为公司后续煤炭销售注入增长动能。

图13：2016-2022年甘肃省煤炭净调入量（万吨）



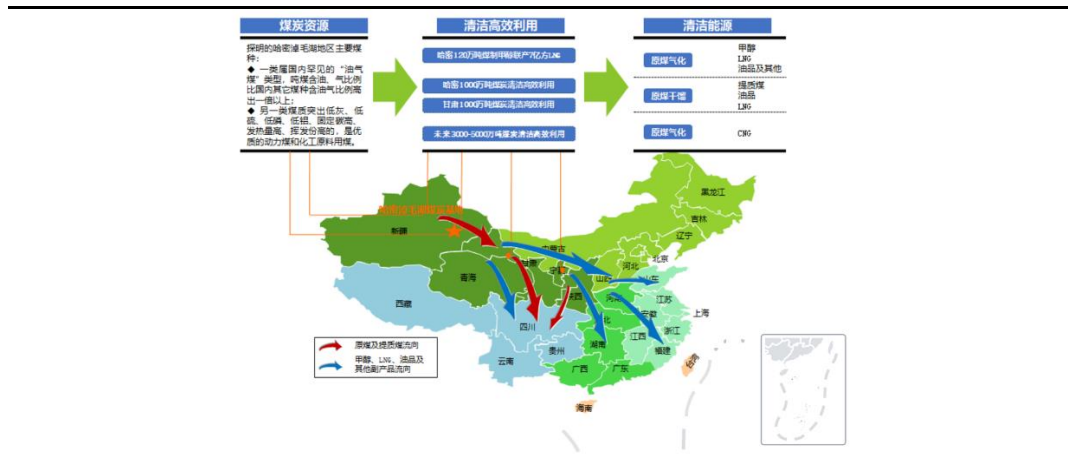
数据来源：甘肃统计局，东吴证券研究所

图14：云贵川三地煤炭净调入量（万吨）



数据来源：云南、贵州、四川统计局，东吴证券研究所

图15：公司煤炭市场布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 将淖红铁路协同改变供应格局，降本增效彰显运输优势

公司采用公路和铁路相结合的运输方式，保障煤炭销运。公司煤炭基地位于新疆“东大门”哈密地区，在疆内具有相对区位优势，但仍然面临距离煤炭消费终端市场较远，运输成本高等问题。为了降低运输成本，解决煤炭外运难题，公司自建淖柳矿用公路和红淖铁路，采用公路和铁路相结合的方式进行煤炭运输。在红淖铁路开通之前，煤炭外运主要通过淖柳公路。

淖柳公路起于哈密淖毛湖，终于甘肃柳沟，全长 409 公里，2010 年 9 月正式通车，运力 3000 万吨以上，打通了淖毛湖煤矿连接甘肃河西煤炭市场的通道，使淖毛湖煤矿大规模开发步入实质性阶段。

与公路运输相比，铁路运输具有运距长、运量大等特点，是实现疆煤外运的主要运输方式。公司建设的红淖铁路(新疆红柳河-淖毛湖)是国家铁路路网规划中“北翼通道”的重要组成部分，也是疆内资源实现外运的重要通道。当地货物从这里出发，分别与兰新铁路和哈临铁路相连，进而到达河西走廊、川渝、内蒙及京津冀等地区，是连接南北翼运输通道的重要纽带，有助于推进“疆煤东运”，促进资源优势转化为经济优势。红淖铁路于 2019 年 1 月开通试运营，2020 年 11 月投产转固，铁路全长 435.6 公里，初期年运力 3950 万吨，远期有望达 1.5 亿吨。

转让铁路股权，优化业务结构。2022 年 5 月 31 日，广汇能源发布公告将所持有的新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 的股权全部以现金方式转让给控股子公司广汇物流，交易对价 41.76 亿元。

广汇能源作为业绩承诺方承诺铁路公司 2022 年度、2023 年度和 2024 年度扣非净利润不低于 1.59 亿元、3.51 亿元和 4.96 亿元。本次交易进一步优化了主营业务结构，提升公司在能源领域的业务专注度，与公司 2021-2025 向绿色能源方向战略转型目标相协同，也有助于消除公司与广汇物流之间潜在的同业竞争问题。

图16: 红淖铁路示意图

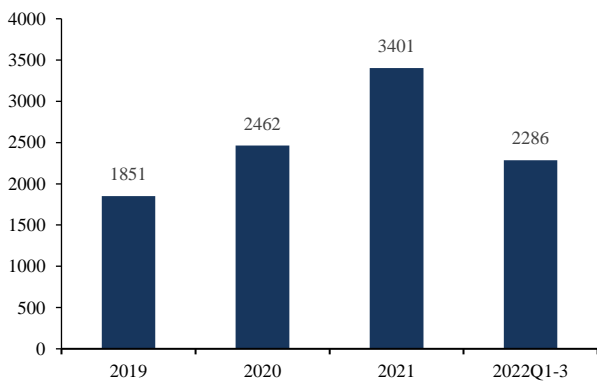


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

将-淖-红铁路协同发展，外运优势凸显。2022年10月，红淖铁路股权转让交易交割完成，广汇能源控股子公司广汇物流拥有红淖铁路控制权。同时，广汇物流2020年6月参股建设的将淖铁路（持股比例18.92%）已于2024年1月15日正式通车。

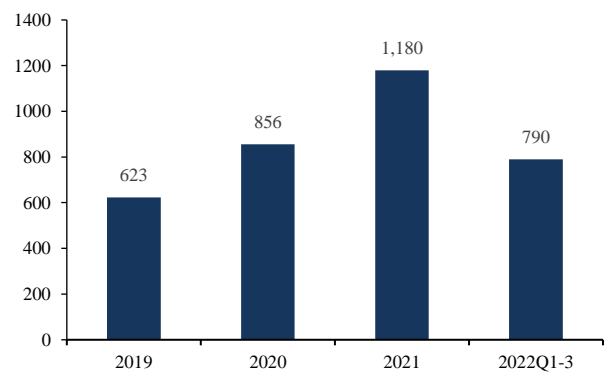
将淖铁路全长431.67公里，设计初期运能2200万吨，远期运能7000万吨。线路东端自红淖铁路白石湖南站引出，沿天山北麓向西，经巴里坤县、木垒县、奇台县三县北部地区，西端与乌将铁路相接，连通兰新铁路、额哈铁路，形成出疆北部新通道。**将淖铁路建成后，将-淖-红铁路将协同发展，缩短煤炭运输距离和时间，显著提升公司货运量，改变区域煤炭供应格局，凸显疆煤外运优势。**

图17: 红淖铁路投运以来装车列数(列)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司经红淖铁路发运量(万吨/年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司自建物流基地，构筑产运销体系，进一步保障煤炭外运出疆。公司自建物流基地，通过在资源紧缺地区布局储运基地从而将煤炭进行销售前移，将其作为煤炭销售的前置仓，通过淡储旺用进行煤炭战略储备，调节季节差异带来的市场需求。此外，通过“点对点”运输，提高铁路运输效率，提升疆煤外运量，进一步保障公司煤炭外运出疆。

- (1) 甘肃柳沟能源物流基地:** 2011年，公司在淖柳矿用公路终点投资建设煤炭综合物流园，占地面积90万平方米，总投资2.87亿元。截至23年3月，柳沟物流园年煤炭运营量达1200万吨（其中铁路1000万吨，公路200万吨），2023年规划改造后年运营量将达3000万吨。目前柳沟物流园是淖毛湖煤炭基地向东运输进入河西走廊的重要集散基地，主要辐射甘肃全域及青海以西。
- (2) 四川广元综合能源物流基地:** 22年7月，广汇集团与四川广元市政府签署了《广汇四川广元综合能源物流基地项目投资合作协议》，就新建广元物流基地项目达成战略合作。根据规划，项目一期计划于24年12月底前投运，煤炭运营能力不低于1000万吨。二期计划27年6月底前投运，预计实现煤炭运营能力2000-3000万吨，该物流基地将辐射川渝云贵，项目建成后将进一步提升公司物流和储运优势，填补川渝煤炭需求缺口。

(3) **宁夏宁东综合能源物流基地**: 23年2月, 控股股东广汇集团与宁东管委会签署了合作协议, 公司拟在宁东设立子公司广汇能源宁夏煤炭销售中心, 主要从事疆煤以及甲醇、煤焦油等化工产品宁东煤炭储运基地及周边区域销售。宁东管委会将积极协调国铁和各地方铁路局以保障运力, 争取煤炭通过铁路从新疆“点对点”运至广汇宁东基地及周边直接用户, 填补宁夏地区用煤需求缺口。

表3: 煤炭储运基地项目概况

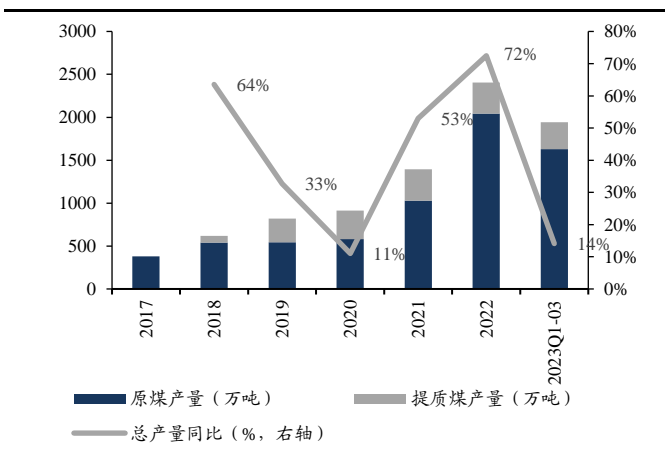
项目名称	投资总额	静态储煤量	年煤炭运营能力	建设进度
广元综合能源物流基地	55 亿元	60 万吨	一期不低于 1000 万吨; 二期 2000-3000 万吨	一期预计 22 年 10 月开工, 24 年底投产; 二期预计 25 年 5 月开工, 27 年 6 月底前投产
宁东综合能源物流基地	25 亿元	一期 100 万吨; 二期 200 万吨	一期 3000 万吨; 二期 3000-5000 万吨	一期预计 25 年投产; 一期年煤炭运营量达到 3000 万吨后开始二期建设
柳沟综合能源物流基地	2.87 亿元	-	1200 万吨	运营中

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4. 产量高增提供业绩弹性, 成本优势铸就护城河

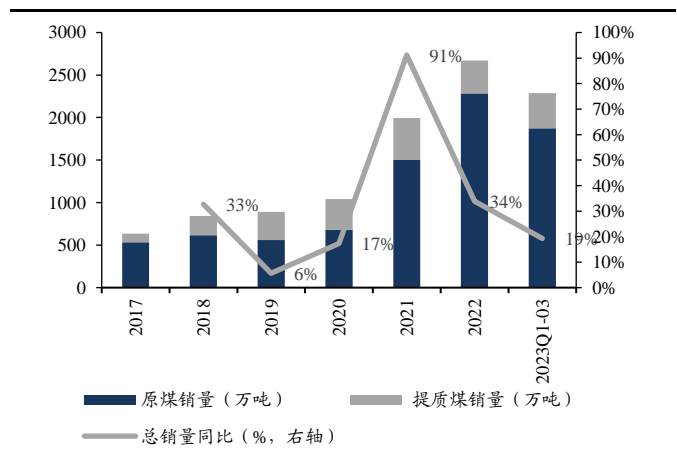
保供政策下公司煤炭产能持续释放, 产销量进入高速增长期。2022 年公司实现煤炭产量 2406.3 万吨, 同比增长 72%, 23 年前三季度实现产量 1942.57 万吨, 同比增长 14%; 2022 年公司实现煤炭销量 2670.30 万吨, 同比增长 34%, 23 年前三季度实现煤炭销量 2288.99 万吨, 同比增长 19.29%。

图19: 公司煤炭产量 (不含自用煤) (万吨, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 公司煤炭销量 (不含自用煤) (万吨, %)



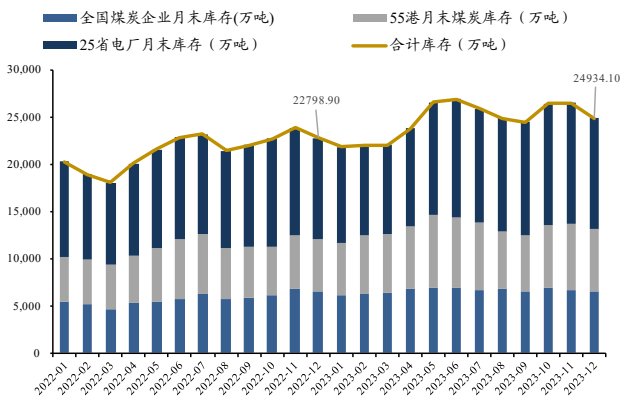
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021-2022 年行业高景气下煤价明显上涨, 公司煤炭板块业绩大幅增长。以新疆哈密地区 6000 大卡动力煤坑口均价为例, 2020、2021、2022 年均价分别约为 251 元/吨、369 元/吨、769 元/吨, 2021 年和 2022 年分别同比增加 47%和 108%。煤价上涨叠加销量增加, 驱动公司煤炭板块业绩大幅提升, 2021-2022 年公司煤炭板块实现毛利 36.48 亿

元和 67.27 亿元，同比增长 345%和 84%。

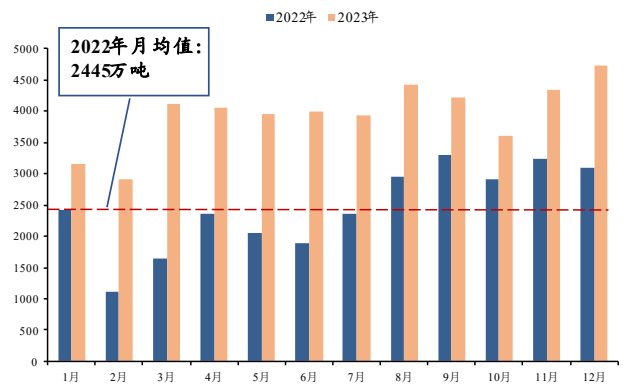
2023 年国内供需实际偏紧，国际进口冲击导致煤价中枢下。截至 23 年 12 月底，煤炭社会库存较年初增加 4637 万吨左右，而在此期间，我国煤炭进口数大幅增长，2023 年全年较去年同期累计多进口 18108 万吨左右。据此推算，2023 年我国国内煤炭供给缺口约 13471 万吨左右。因此我们分析认为，2023 年国内煤价受进口煤冲击承压回落，但供需状况实际偏紧。截至 23 年 12 月，哈密地区 6000 大卡动力煤坑口均价为 640 元/吨，相较于年初，降幅达 20.99%。

图21: 2023 年底社会煤炭库存较年初增加 4637 万吨



数据来源：中国煤炭运销协会，东吴证券研究所

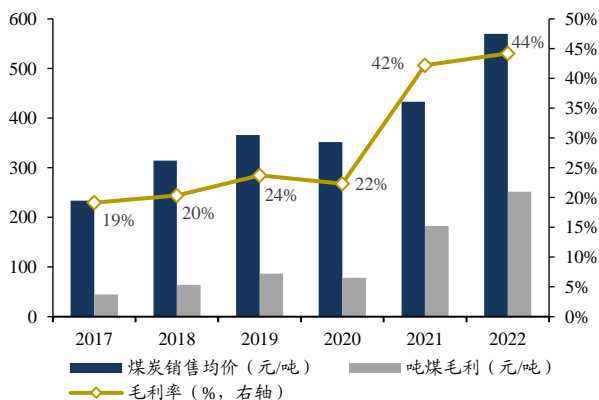
图22: 23 年进口总量较 22 年多 18108 万吨（万吨）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

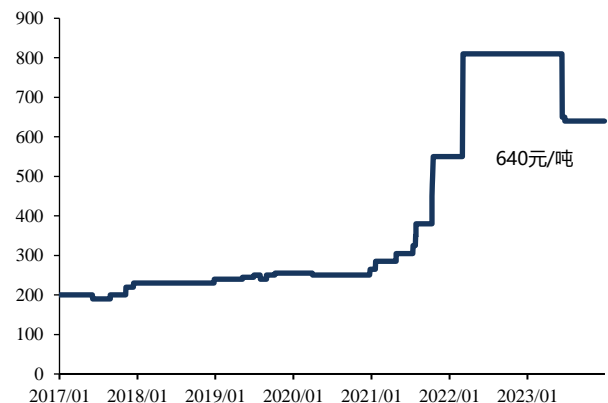
中长期来看，未来随着部分资源枯竭型产能逐步退出，国内煤炭供给情况预计仍然偏紧，煤价中枢将维持相对高位，而公司新投产煤矿产能稳定释放，有望大幅增加利润弹性。

图23: 公司煤炭板块销售均价及吨煤毛利（元/吨，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 新疆哈密 6000K 动力煤价格（元/吨）



数据来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

公司马朗煤矿预期将于 2024 年一季度顺利投产，2024 年将带来煤炭产量增量约 2000 万吨，叠加白石湖矿区扩产，预计 2024 年全年煤炭总产量（含自用）将提升至 5000 万吨；同时马朗矿区出产煤炭平均热值高达 6000 大卡/kg，较白石湖矿区煤炭平均热值

高出 1000 大卡/kg，较高的热值将使其单位售价比白石湖矿区煤炭高，受益于此，公司煤炭单位毛利也将有所上升。

经测算，假设 2024 年公司煤炭销售均价持稳于 440 元/吨，单吨净利润 100 元/吨，同时预计 2024 年公司煤炭总销量 5200 万吨，中性情况下，预计 2024 年煤炭板块将带来税后净利润 52 亿元。

表4：煤炭板块利润弹性测算

	2024E				
预期公司煤价售价涨跌 (元/吨)	-50	-20	0	20	50
公司煤炭销售均价 (元/吨)	390	420	440	460	490
吨煤净利润 (元/吨)	66	86	100	114	134
测算净利润 (亿元)	34	45	52	59	70

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

即便后续悲观情况下，国内煤炭供需宽松预期得到进一步增强，考虑到公司煤炭的成本优势，在疆外市场有较强的价格竞争力，预期也不会影响公司煤炭外销。煤炭外运总成本主要由开采成本与运输成本两部分组成。公司煤矿属于优质露天煤矿，2023 年开采完全成本约 130 元/吨，远低于陕蒙地区 260-320 元/吨水平，开采成本优势显著。但由于地处新疆位置偏远，运输成本较高，以往对于疆煤外运形成较大制约，不过通过将淖红铁路的协同，公司煤炭出疆运费明显下降，成功打破疆煤外运瓶颈。

经测算，以 5500 大卡动力煤为例，目前公司煤炭在甘肃和四川市场的总成本分别约为 446 元/吨和 536 元/吨，较陕蒙地区煤炭已经有总成本优势；而在宁夏市场的总成本约为 445 元/吨，仅略高于内蒙古鄂尔多斯煤炭，较陕西地区煤炭仍有总成本优势。因此，总体上看在西部地区煤炭市场已经具备较强的成本优势。

表5：2023 年不同区域煤炭销售总成本测算表 (元/吨, km)

目的区域	煤炭产地	运距 (km)	运费 (元/吨)	开采成本 (元/吨)	税后总成本 (元/吨)
甘肃兰州	新疆淖毛湖	1604	272	130	446
	内蒙古鄂尔多斯	934	168	260	516
四川广元	新疆淖毛湖	2149	362	130	536
	陕西榆林	1026	185	320	614
宁夏银川	新疆淖毛湖	1304	271	130	445
	陕西榆林	416	75	320	504
	内蒙古鄂尔多斯	422	76	260	424

数据来源：公司公告，煤炭市场网，东吴证券研究所

注：煤炭销售税后总成本=运费+开采成本*(1+增值税+企业所得税+资源税)

极端悲观情况下，即使国内环渤海港口煤价大幅下跌至 500-700 元/吨低位水平，我们测算下公司煤炭外运仍然具备经济性。其中在甘肃和宁夏市场，港口煤价跌至 600 元/吨时，公司煤炭总成本仍低于当地售价；在四川市场，港口煤价跌至 500 元/吨时，公司煤炭销售仍有明显利润。

表6: 港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨)

秦皇岛港煤价	1200	900	800	700	600	500
甘肃	702	700	668	465	465	376
四川	1161	1157	1155	758	758	735
宁夏	892	802	655	600	510	394

数据来源: 煤炭市场网, 东吴证券研究所

备注: 时间区间为 2020 年 1 月至 2023 年 8 月

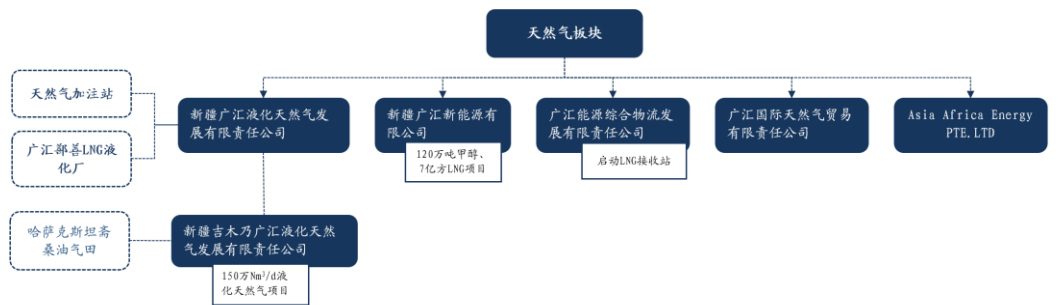
综上所述, 公司煤炭在西部市场具有显著成本优势, 这在一方面赋予了公司煤炭板块高盈利弹性, 另一方面也有力保障了后续新增产能在疆外市场的扩展和销售, 长期来看有助于公司煤炭业绩的持续释放。

3. LNG 自产+贸易并举, 构筑天然气核心竞争力

3.1. 天然气业务稳步扩张, 业绩再破前高

公司于 2002 年 6 月开始涉足液化天然气领域, 于 2004 年 9 月正式投产天然气项目。2009 年, 公司完成对哈萨克斯坦 TBM 公司 49% 的股权收购, 正式介入石油和天然气上游开发领域。近十年来, 随着吉木乃 LNG 工厂、哈密新能源工厂、启东 LNG 接收站等项目陆续投产, 公司天然气业务发展迅速。

图25: 天然气板块产业链示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

按照天然气获取方式划分, 公司天然气板块业务主要包括生产和贸易两部分。其中, LNG 生产包括利用自有油气田开采和利用自有煤炭通过煤化工生产两种方式。目前自产气主要来自哈密新能源工厂, 对应项目为哈密新能源 7 亿方/年的煤制 LNG 项目, 产能合计 50 万吨。

其中, 哈密新能源工厂以淖毛湖矿区自有煤炭为原料, 经碎煤气化加压使煤转化为天然气, 再通过液化处理形成煤制 LNG 产品。这些煤制 LNG 的原料为公司自有矿区开采的煤炭, 具有成本低、供应稳定的优势。

贸易气方面，公司是国内最早从事 LNG 进口的民营企业之一，2017 年 6 月开启 LNG 全球贸易业务，主要通过启东 LNG 接收站引进国外 LNG 资源至国内销售，通过贸易价差实现利润。

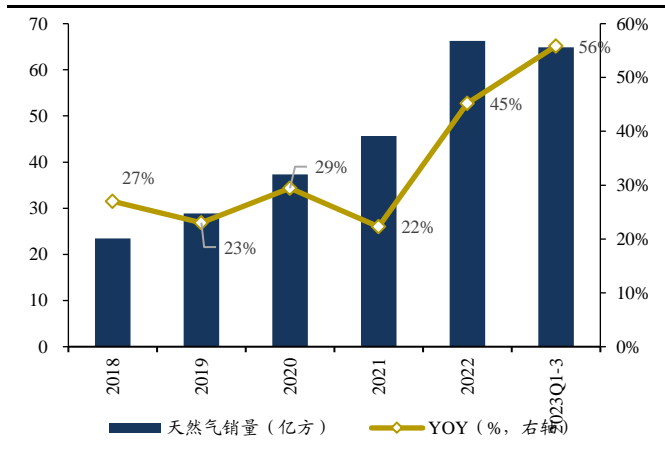
表7: 天然气板块产能情况

项目	所属公司	所在地	气源	产能
哈密新能源工厂	新疆广汇新能源有限公司	新疆	淖毛湖矿区	7 亿方/年 (约 50 万吨)
启东 LNG 接收站	广汇能源综合物流发展有限责任公司	江苏	国际贸易进口	500 万吨/年(周转能力)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

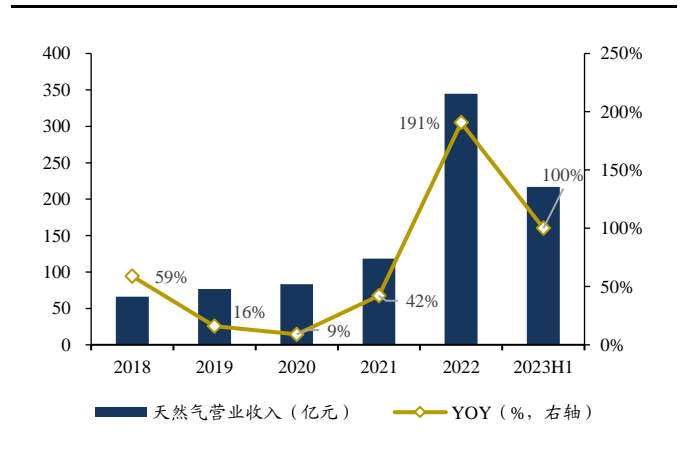
总体来看，近年天然气板块蓬勃发展，营收再度大幅突破。2016 年以来，公司天然气销量稳步增长，并带动营收逐年攀升，从 16 年的 22.07 亿元增长到 22 年的 344.63 亿元，2016-2022 年 CAGR 高达 48.08%。2023 年上半年，公司天然气板块实现营业收入 217.02 亿元，同比增长 99.98%。

图26: 公司天然气销量稳步增长 (亿方, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 公司天然气营收逐年攀升 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. “2+3” 模式灵活创收，启东站扩建释放产能

启东 LNG 接收站项目是公司在天然气板块的重要布局点，开创了“2+3”的灵活运营模式。“2+3”指液进液出和液进气出等两种输气途径，以及境内贸易、接卸服务和国际贸易等三种盈利模式。一方面，公司通过外购 LNG 销往境内或转口销售境外获取贸易利差；另一方面，接收站码头也能够获取接卸和仓储服务的稳定收益。

LNG 接收站逐步扩建，周转能力持续扩张。启东 LNG 接收站一期和二期项目分别于 2017 年和 2018 年投产运行，设计周转量分别为 60 万吨/年和 115 万吨/年。2020 年三期项目投产运行后，设计周转量提升至 300 万吨/年。22 年 10 月，四期 5#20 万方储罐项目进入试运营阶段，23 年正式投产运行，目前 LNG 接收站设计周转能力高达 600 万吨/年。公司 6#20 万立方米储罐项目也已完成内罐安装工作，储罐于 23 年 7 月底开始水压试验；同时，2#泊位建设项目已完成可研报告编制。待全部规划项目完成，预计到 2025 年周转能力将提升至 1000 万吨/年，较 2021 年底 300 万吨涨幅约 233%。

表8: 启东 LNG 接收站项目建设与产能规划

项目	投产时间	建设项目	累计设计周转能力 (万吨/年)
一期	2017年6月	2#5万方 LNG 储罐	60
二期	2018年11月	3#16万方 LNG 储罐	115
三期	2020年6月	4#16万方 LNG 储罐	300
四期	2022年10月	5#20万方 LNG 储罐	500
五期	预计2023年年底	6#20万方 LNG 储罐	700
六期	预计2025年	7#20万方 LNG 储罐	1000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

境内贸易方面, 启通线入网带来增量需求, 预计“液进气出”周转需求提升。2018年, 子公司广汇综合物流与华电江苏公司、天生港发电公司等五方签订《启通天然气管线项目投资协议书》, 共同投资建设启通天然气管线项目。

该项目属于广汇能源 LNG 接收站规划外输管线的一部分, 全长 160km, 主线线路总体呈东南走向, 设计运量 40 亿方/年, 已于 2020 年 12 月投入试运行。启通线现已完成与中石油西气东输南通站的互联互通, 未来还将与江苏省重点推动的沿海管线相连接, 届时可通过沿海管线、启通天然气管道向苏南市场供气, 预计可通过国家管网西气东输南通分输站日均进气 400-800 万标方。

加强多方优势整合, 输气协议保障输运。公司与南通天生港发电公司等多家公司达成多项协议, 供给规模合计达 30.5 亿方/年, 此后又与中石化签署为期五年的《合作框架协议》, 协议暂定 2021 年合作天然气量合计 12 亿方, 未来合作天然气气量将逐年增至 25 亿方, 达到启通天然气管线设计输气能力的 62.5%。

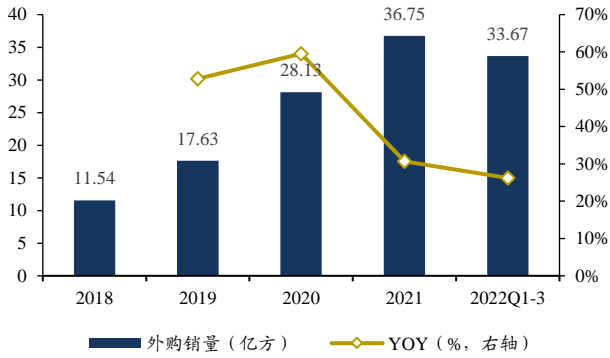
表9: 启通线市场落实情况相关协议

合作单位	项目名称	供气规模 (亿方/年)
南通天生港发电有限公司	燃机热电联产项目供气框架协议	10.5
华电江苏能源有限公司	通州湾天然气分布式能源项目供用气意向协议	5
丹徒区政府、中国能源建设集团投资有限公司	镇江宏顺煤改气燃机项目供用气意向协议	5
中国石油西气东输管道公司	天然气代输合作框架协议	10
合计		30.5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

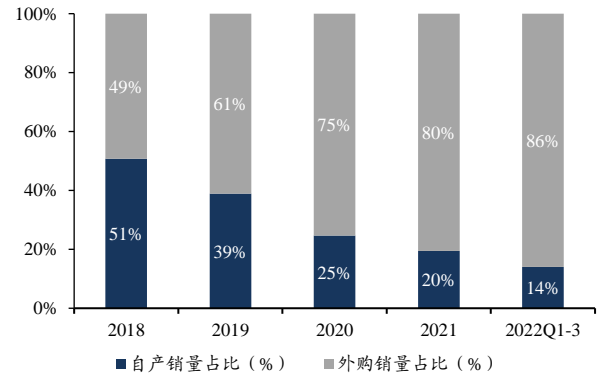
因此, 公司启东接收站周转能力扩张与订单增长相互匹配, 受益于此, 近年其天然气贸易规模逐年增长。2021 年, 公司外购 LNG 销量从 2018 年的 11.54 亿方快速增长至 36.75 亿方, 期间 CAGR 高达 47.12%。随着外购气销量快速增加, 公司外购气销量占比逐年提高, 由 2018 年的 49% 提升至 2022 年前三季度的 86%, 公司天然气板块发展模式实现由“天然气生产供应”到“天然气贸易供应”的转型。

图28: 公司外购 LNG 销量及增速 (亿方) (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 自产销量与外购销量占比 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

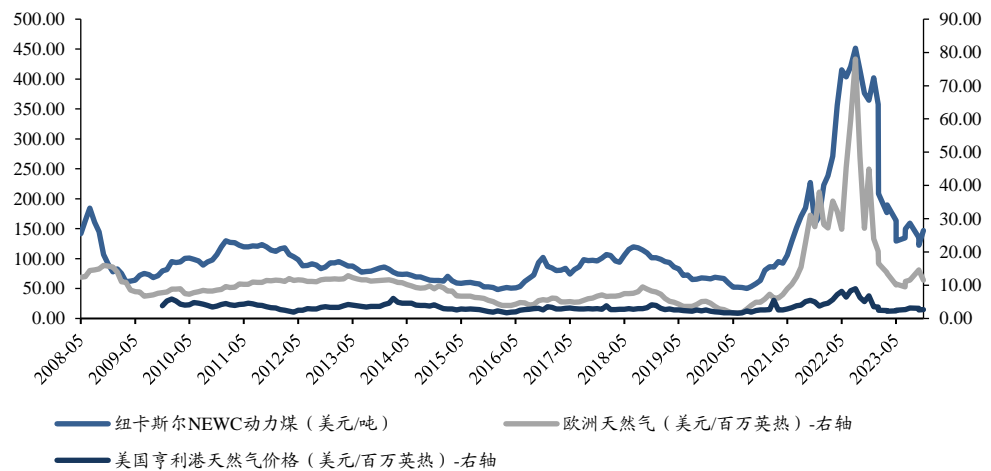
3.3. 长协锁定低价气源, 国际转售具备高利润弹性

2021-2022 年, 全球天然气供给偏紧, 高景气下价格中枢明显上涨。与煤炭类似, 碳中和以及 ESG 政策压制全球天然气行业历史投资, 造成近年全球天然气供给较为刚性, 但需求呈现稳中有升态势, 供给偏紧格局下, 2021 年上半年起天然气价格开始持续上行, 2022 年俄乌冲突的发生更是进一步激化了供需矛盾。以欧洲天然气价格为例, 一度从 2021 年初的 7.27 美元/百万英热涨至 2022 年 8 月的 78 美元/百万英热, 涨幅高达 973%。

随着全球天然气回暖, 供需基本面修复, 价格高位回落。2023 年以来, 国际天然气市场受采暖季气温偏暖、欧美储气库库存高位、全球经济增速放缓等因素影响, 供需紧张形势显著缓解。叠加乌克兰危机等地缘政治事件对国际能源市场影响的边际效应减弱, 主要地区天然气价格重心明显下移。欧洲天然气价格由 23 年初的 20.18 美元/百万英热回落至 2023 年 8 月的 11.19 美元/百万英热, 降幅达 44.5%。

全球天然气供给较为刚性, 中长期价格中枢有望抬升。与煤炭类似, 碳中和以及 ESG 政策压制全球天然气行业历史投资, 造成近年全球天然气供给较为刚性。俄罗斯管道气对欧洲供应的大幅减少预计短期难以恢复, 未来一旦供给出现扰动或者需求回暖, 将迅速带动价格中枢上移。

图30：2023年国际天然气价格高位回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

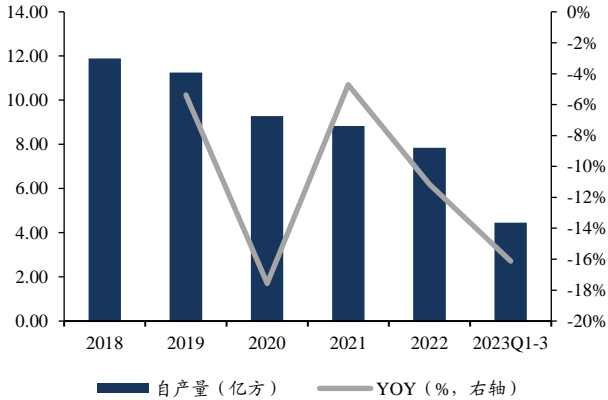
公司外购的天然气贸易主要可以分为两类，一类是采购价格相对固定的长协气，其成本相对较低，在天然气价格上涨时期利润将大幅增长，盈利弹性较高；另一类是贸易气，其成本随当期天然气售价变化，因而难以通过贸易实现套利，更多是通过收取港口接驳和仓储费用实现固定收益。

长协锁定低价气源，海外转售具备高利润弹性。2019年4月，公司子公司广汇国际天然气贸易公司与全球第四大石油天然气公司道达尔签订了为期十年的《LNG 购销协议》，协议约定道达尔以长期合同和现货销售的方式向公司供应液化天然气，供货量约70万吨/年。由于该长协条款签订于2019年，正值国际油气市场低迷时期，故协议的LNG采购成本较低，具备高利润弹性，在行业景气阶段价差走阔背景下成为公司重要盈利增长点。

公司自产气近年产销量小幅下滑，生产来源于哈密新能源，其利润划归在煤化工板块。分基地来看，受斋桑油气田逐步由天然气开采向原油开采过渡影响，吉木乃工厂目前已停产，天然气产量大幅下降；哈密新能源工厂的煤制LNG年产量维持在7亿方左右，而23年受到年度检修、蒸汽锅炉故障等因素影响，产量同比下滑。2022年公司自产LNG产量为7.85亿方，同比下降11%。23年上半年产量为3.09亿方，同比下降20.52%。综合来看，公司自产LNG产量呈下滑趋势。

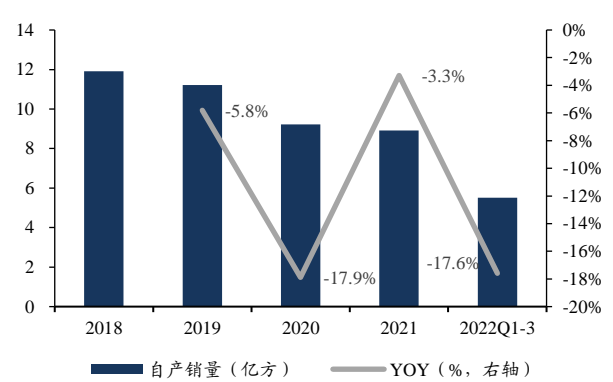
吉木乃工厂生产重心由天然气转向原油，项目建设进度稳步推进。吉木乃工厂的气源主要依靠其自有的哈萨克斯坦斋桑油气田。根据公司公告，截至23年8月，该项目区块现有油井29口，气井25口。目前公司正在稳步推进斋桑油气田稠油项目开发方案。在相关油井项目建成投产后，公司或将受益于斋桑油气田丰富的原油资源，有望再添业绩增长新动能。

图31: 公司自产 LNG 产量及增速 (亿方, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 公司自产 LNG 销量及增速 (亿方, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自产气生产成本低, 高景气时期利润弹性较大。若假设 2024 年自产气产量小幅回落至 5.85 亿方 (折 42 万吨), 产销比为 100%, 则自产气销量为 42 万吨, 预计 24 年全年销售均价为 3900 元/吨, 测算 24 年毛利约 7.94 亿元。

表10: 自产 LNG 盈利弹性测算

	2024E				
预测价格变化 (元/吨)	-200	-100	0	100	200
销售均价 (元/吨)	3700	3800	3900	4000	4100
测算毛利 (亿元)	7.10	7.52	7.94	8.36	8.78

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

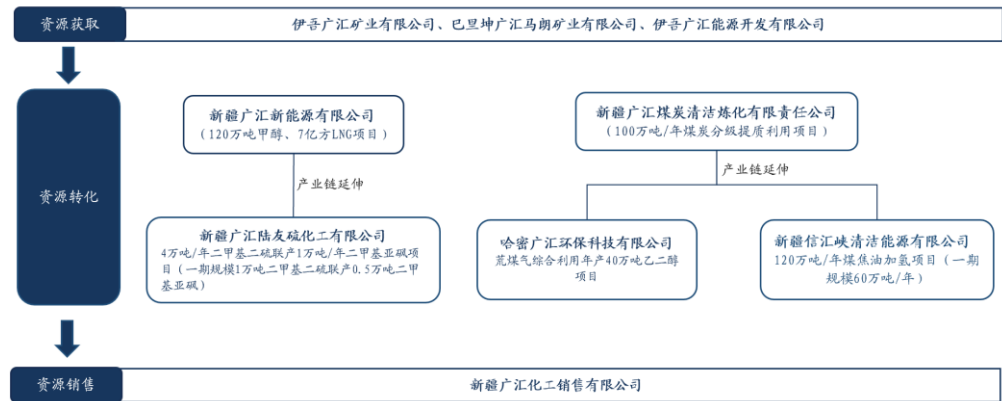
码头租赁装卸收取固定服务费用, 增厚公司收益。码头建设与运营依托广汇综合物流发展有限公司, 按照一、四旺季收取 650 元/吨, 二、三淡季 550 元/吨的标准收取装卸费用。随着后续启动接收站周转能力的持续提升, 预计租卸规模将持续增长, 未来此部分收益有望成为公司天然气板块稳定的利润来源。

4. 煤化工成本优势凸显, 利润贡献稳定

4.1. 深度布局现代煤化工, 油价上涨驱动景气回升

公司致力于现代煤化工建设, 基于煤炭开采业务推动产业价值链延伸。公司目前煤化工主要的产品是甲醇、提质煤、煤焦油以及煤化工副产品, 生产原料为淖毛湖矿区自产煤炭, 供应稳定, 成本优势显著。

图33: 广汇能源煤化工板块运营主体及主要项目



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司煤化工产品种类丰富，主要项目包括：

(1) 120万吨甲醇、7亿方LNG项目：项目以煤炭为原料，主装置采用了鲁奇碎煤加压气化技术和鲁奇低温甲醇洗技术，经液化处理形成甲醇、LNG和硫化氢（副产品）。该项目2013年投产转固，后续甲醇产量逐步增加，于2016年达产。

(2) 1000万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目：根据工艺设计，该项目共分为三个系列，其中炭化二系列、一系列和三系列装置分别于2018年6月、2018年12月和2019年11月投产转固。项目以公司白石湖露天煤矿自产的煤炭产品作为原料，主要生产工艺是对块煤进行分级提质、综合利用，从而建立“煤-化-油”的生产模式，即块煤经过干馏生产提质煤和煤焦油。其副产荒煤气一是用作信汇峡公司煤焦油加氢项目的制氢气源；二是用作环保科技公司“荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目”生产乙二醇，实现资源综合利用。

(3) 荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目：该项目是分级提质利用项目的产业链延伸项目，于2022年6月投产转固，主要以清洁炼化公司副产的荒煤气为原料，生产乙二醇产品。

(4) 4万吨/年二甲基二硫（DMDS）联产1万吨/年二甲基亚砷（DMSO）项目：该项目于2020年12月投产转固，采用国内首创的甲硫醇硫化法生产二甲基二硫（DMDS）联产二甲基亚砷（DMSO），主要以公司哈密煤化工工厂供应的甲醇、尾气硫化氢等为原料，产出二甲基二硫（DMDS）和二甲基亚砷（DMSO）产品。

(5) 120万吨/年煤焦油加氢项目（一期60万吨/年）：该项目2020年1月投入试运行，属于煤炭分级提质利用项目的产业链延伸项目。加氢装置以煤焦油及氢气为原料，生产液化气、轻质煤焦油（石脑油）、粗白油（柴油）等主产品，兼顾尾油、干气、硫磺等副产品。

表11: 表格: 公司煤化工项目建设与产能规划

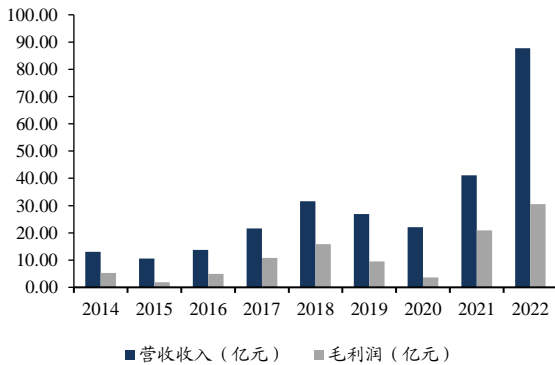
实施主体	权益比例	产品名称	设计产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	备注	投产时间
新疆广汇新能源有限公司	99%	甲醇	120	118.8		
		煤制 LNG	50	49.5	已投产	2013
		副产品	21	20.8		
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	100%	提质煤	510	519	已投产	2018-2019
		煤基油	100	100		
新疆广汇陆友硫化工有限公司	65%	二甲基二硫	4	2.6	已投产	2020
		二甲基亚砷	1	0.7		
哈密广汇环保科技有限公司	95%	乙二醇	40	38	已投产	2022
新疆信汇峡清洁能源有限公司	34%	煤焦油加氢	120	40.8	一期 60 万吨 已投产	2020

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

煤化工板块毛利率与油价关联性强, 营收及毛利随油价呈周期性波动。公司煤化工业务生产采用自产煤炭, 成本端较为固定, 但产品价格受油价影响大, 导致毛利率随油价波动较为剧烈。

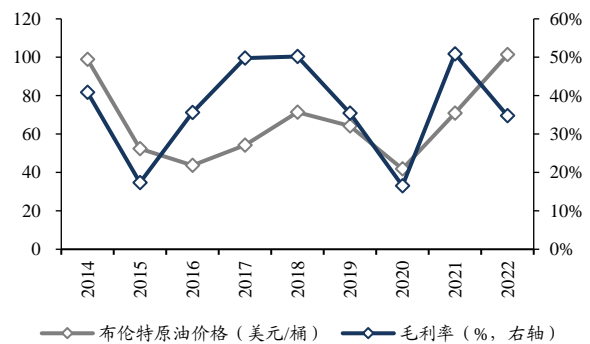
2019-2020 年, 原油价格下跌背景下化工品价格持续走低, 公司煤化工板块营收和毛利随之下滑。2021 年以来, 受需求端修复以及地缘政治影响下国际能源供应紧张等因素, 原油价格迎来高景气时代, 公司盈利大幅提升, 22 年全年煤化工业务实现营收 87.73 亿元、毛利 30.48 亿元, 同比分别增长 113.57%、45.75%。

图34: 公司煤化工板块营收及毛利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强



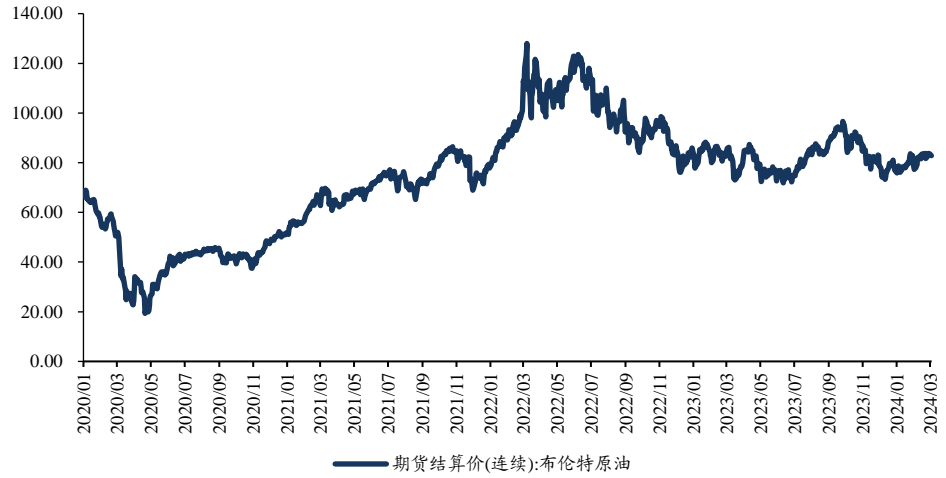
数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

4.2. 产品价格有望维持高位, 低成本带来稳定业绩支撑

受 OPEC+ 减产持续加码影响, 23 年 6 月以来原油价格中枢一路抬升并站稳 80 美元上方, 油价上涨为煤化工产品提供了成本端支撑。综合来看, 公司煤化工产品 (包括甲醇、乙醇、煤焦油及其他副产物) 产销基本稳定, 在当前原油价格中枢维持相对高位的

背景下，受益于公司业务生产成本较低，预计将对业绩形成稳定支撑。

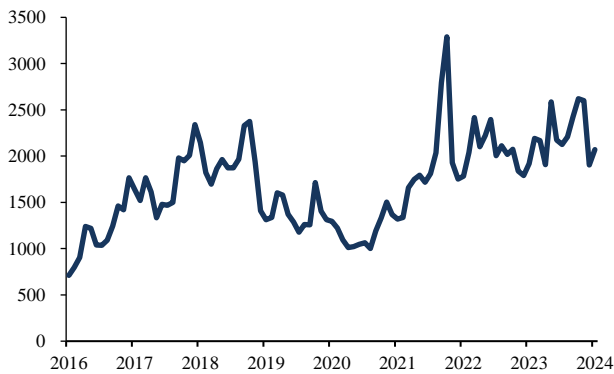
图36: 布伦特原油价格今年稳中有涨(美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

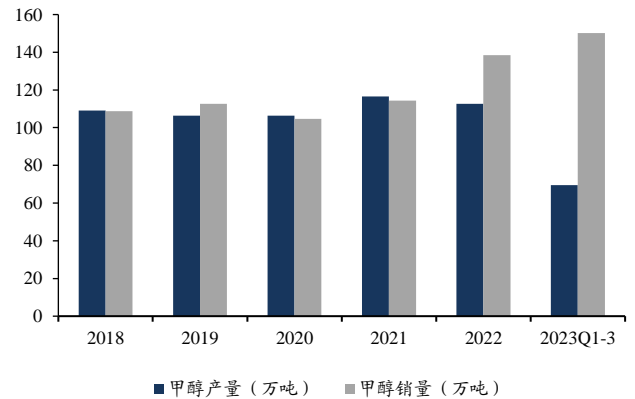
甲醇产销量保持稳定, 预计价格高位延续。公司近年甲醇产品产销量稳步增长, 2022年实现产量 112.64 万吨、销量 138.48 万吨, 同比分别增长 21.03%和 21.03%。同时价格方面, 石油等能源价格上涨推高甲醇价格, 2021 年以来冲高后震荡回落, 但整体价格中枢仍居于相对高位, 截至 2024 年 1 月, 新疆地区甲醇市场均价约 2069.20 元/吨, 同比增长 7.78%。

图37: 国内新疆地区甲醇市场价(元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 公司甲醇产品销量和产量(万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

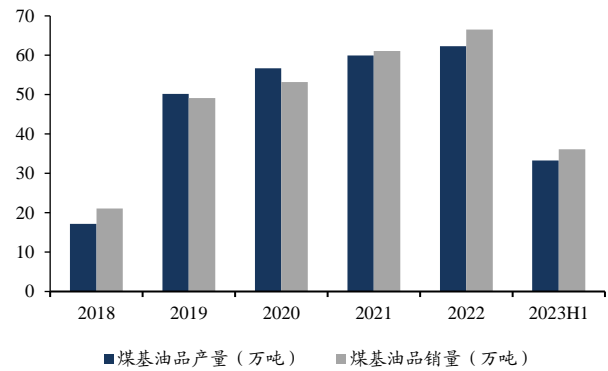
煤基油品方面, 公司煤基油品产销量稳步增长, 2022 年产量和销量分别为 62.28 万吨和 66.49 万吨, 同比分别增长 3.96%和 8.91%。后续随着煤炭分级提质清洁利用项目负荷提升, 预计公司煤基油品产销量仍有上升空间。同时, 公司煤基油品以中低温煤焦油为主, 中温煤焦油与原油价格走势基本一致, 2023 年 6 月以来国际油价及煤炭价格中枢明显上移, 成本对煤焦油价格支撑明显。

图39: 新疆煤焦油市场价



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 公司煤基油品销量和产量 (万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

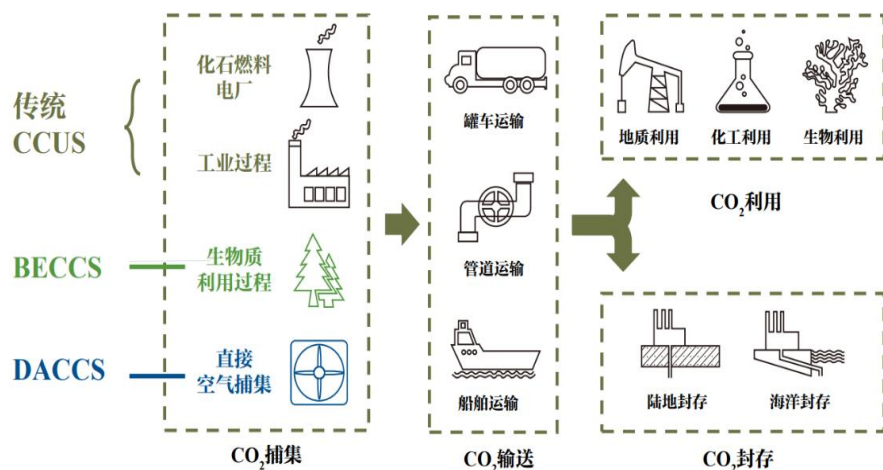
公司依托 1000 万吨/年煤炭分级提质综合利用项目的副产品荒煤气作为原料制乙二醇, 由于原料煤属于自产, 故成本相对较低。根据《广汇能源可转换公司债券反馈意见回复》, 公司乙二醇生产成本为 1533 元/吨, 完全成本为 2357 元/吨, 远低于行业煤制乙二醇成本 3750-3950 元/吨水平, 成本竞争优势明显, 有望为公司带来新的盈利点。

5. 布局 CCUS 和氢能, 助力绿色能源转型

5.1. CCUS 及驱油项目稳步推进, 成本优势明显

根据“双碳”目标, 二氧化碳捕集利用及封存 (CCUS) 减排需求空间巨大。自 2015 年国际社会达成气候变化《巴黎协定》以来, 世界各国陆续制定碳中和目标行动方案, 我国也在 2020 年明确提出 2030 年“碳达峰”与 2060 年“碳中和”目标。各国碳中和方案的提出为碳中和技术发展提供了有利契机。

图41: CCUS 技术环节



数据来源: 《中国二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)年度报告(2021)》, 东吴证券研究所

目前二氧化碳减排主要有三种途径，一是提高能源利用效率，二是开发清洁能源，三是进行二氧化碳捕集利用及封存即 CCUS。CCUS 是指把 CO₂ 从工业或相关能源的排放源中捕集分离出来，直接加以利用或注入地层以实现二氧化碳永久减排的过程。

据我国生态环境部预测，2030 年、2050 年、2060 年我国减排需求潜力分别为 0.2-4.08 亿吨、6-14.5 亿吨、10-18.2 亿吨二氧化碳/年。分行业来看，煤电行业二氧化碳减排需求潜力最大，预计 2030 年减排需求潜力 0.2 亿吨/年，2060 年增至 2-5 亿吨/年。

表12: 各行业 CCUS 二氧化碳减排需求潜力 (亿吨/年)

	2025E	2030E	2035E	2040E	2050E	2060E
煤电	0.06	0.2	0.5-1	2-5	2-5	2-5
气电	0.01	0.05	0.2-1	0.2-1	0.2-1	0.2-1
钢铁	0.01	0.02-0.05	0.1-0.2	0.2-0.3	0.5-0.7	0.9-1.1
水泥	0.001-0.17	0.1-1.52	0.2-0.8	0.3-1.5	0.8-1.8	1.9-2.1
BECCS	0.005	0.01	0.18	0.8-1	2-5	3-6
DACCS	0	0	0.01	0.15	0.5-1	2-3
石化和化工	0.05	0.5	0.3	0	0	0
全行业	0.09-0.3	0.2-4.08	1.19-8.5	3.7-13	6-14.5	10-18.2

数据来源:《中国二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)年度报告(2021)》, 东吴证券研究所

基于“绿色革命”为主题的第二次战略转型升级目标，公司引入国内领先的 CCUS 应用技术，拟整体规划建设 300 万吨/年二氧化碳捕集、管输及驱油一体化项目，采用分期建设。

目前首期 10 万吨/年 CCUS 项目于 2022 年 3 月开工建设，已于 2023 年 3 月投产。首期主要布局具有高纯度二氧化碳的吐哈油田，并以此为中心向新疆地区其他油田辐射，在新疆地区大力推广二氧化碳驱油技术，预计采收率可提升 10-30%，在实现二氧化碳减排目标的同时，不断增加油田采收。

公司发展 CCUS 项目在碳源、工艺、运输、初始投入等方面具有明显成本优势。碳源方面，该项目拟采用子公司广汇新能源的低温甲醇洗排放尾气作为原料气，其中 CO₂ 超过 80%，可以简化捕集流程、降低捕集成本；工艺技术方面，采用干法精脱硫、吸附净化与液化精馏组合工艺，在国内外已设计建设多套装置，工艺先进可靠；运输方面，该项目生产的液体 CO₂ 产品拟用于周缘油气田驱油，产品生产地距使用地近，物流运输成本低；项目投资方面，该项目公用工程无需新建，全部依托广汇新能源，故初始投入较低。

5.2. 加速氢能产业布局，实现经济、社会效益双提升

氢能是一种清洁无碳、灵活高效、应用场景丰富的二次能源，可实现电、气、热等不同能源形式的互相转化，减排效应十分显著。据国际氢能委员会预测，到 2050 年，氢能将减少 60 亿吨二氧化碳排放，在全球能源消费中所占比重可达 18%，成为全球未

来能源战略结构转型的战略方向。

公司发展氢能具有原料供应、生产制造、终端应用等多场景优势：第一，由于新疆有丰富的煤炭、油气、风、光等自然资源，在制氢方面有天然优势。第二，氢的生产、储存、运输、配送和终端使用，与天然气产业链有极高相似度，公司可充分借力现有成熟的天然气全产业链优势，为氢能产业链发展夯实基础。最后，高寒地区锂电性能大幅下降，纯电动汽车优势不在，而传统燃油汽车会造成大量空气污染，因此新疆具备发展氢能及氢能汽车的必要。

表13: 氢能项目规划建设配置内容

氢能规划建设内容		2022-2025E	2026-2030E
建设项目	加氢站	21 座	25 座
	电解水制氢站	198 套 1000Nm ³ /h 制氢装置	339 套 1000Nm ³ /h 制氢装置
	氢燃料重卡	700 辆	865 辆
	风力发电	255 万 kW	245 万 kW
	光伏发电	65 万 kW	60 万 kW
	用电负荷	77.57 亿 kW·h/a	71.38 亿 kW·h/a
主要用能指标	新增氢燃料重卡车	700 辆	865 辆
	新增用氢需求	60632.54t/a	119589t/a
	新增年用水量	109.6 万 m ³ /a	215.04 万 m ³ /a

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

发布氢能规划，前瞻性转型升级。2022年1月，公司发布《氢能产业链发展战略规划纲要（2022-2030年）》，将以现有的化工制氢（灰氢）为基础，通过新能源发电—电解水制氢（绿氢）作为突破口，逐步实现交通用能替代、绿色电力替代和化工用氢替代，将新能源建设规模从100万kW发展到625万kW，二氧化碳减少量从每年244.90万t扩展到每年1530.87万t，努力在2022-2030年实现向绿色新能源转型发展。

除制氢收益以外，节能减碳预计也将带来一定经济效益。根据公司公告，预计到2030年底，氢能产业链综合利用项目每年可减少二氧化碳排放量合计约1782.63万吨，仅碳交易业务可增加收益约8亿元（根据北京市绿色交易所2021年全年碳交易平均每吨44.89元/吨计算），预计对公司未来的经营业绩与社会效益均将产生积极的正面影响。

表14: 氢能产业链综合利用项目节能减碳效应（万吨/年）

年度	交通用能替代	绿色电力替代	化工用氢替代	合计
2025E	35.9	780.07	74.85	890.82
2030E	93.53	1530.87	158.23	1782.63

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 关键假设

公司立足于“气、煤、油”等能源资源，深耕天然气、煤炭和煤化工三大板块，能源需求偏紧、价格高位下迎来高速增长机遇。我们对公司各板块进行拆分，并做出以下假设：

煤炭业务：公司煤炭资源丰富、运输条件良好，受益于保供政策下疆煤开发和疆煤外运的提速，公司马朗煤矿、东部煤矿预计于“十四五”期间逐步投产，煤炭产销量将持续增长，预计 23-25 年煤炭销量分别为 3208、4998、5498 万吨；

价格方面，预计国内煤炭供给维持偏紧，煤价 23 年以来虽高位回落但预计维持相对高位，预计 23-25 年煤炭综合销售均价分别为 430、440、440 元/吨。

天然气业务：贸易气方面，启东 LNG 接收站在 2023 年的周转能力已达 600 万吨/年，并规划在 2025 年继续提升至 1000 万吨/年，预计公司 23-25 年贸易气销量分别为 600、690、750 万吨；

自产气方面无新增产能计划，预计 23-25 年销量维持平稳，23-25 年销量分别为 41.45、42.16、46.30 万吨。

煤化工业务：预计公司 23-25 年主要煤化工产品甲醇销量分别为 183、216、223 万吨；23-25 年煤基油产品销量分别为 63.70、65.65、67.58 万吨。

表15：公司主要业务假设及利润拆分（百万元）

销售收入（百万元）	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产天然气+启东	8,342	11,857	34,463	34,514	39,395	43,041
煤炭	3,668	8,639	15,218	13,797	21,993	24,193
煤化工	2,212	4,108	8,773	11,838	12,753	13,409
其他	911	262	955	400	412	422
营业总收入	15,134	24,865	59,409	60,549	74,553	81,066
销售成本（百万元）	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产天然气+启东	5,544	8,123	27,271	32,466	37,643	40,940
煤炭	2,849	4,990	8,491	8,347	13,106	14,417
煤化工	1,846	2,017	5,726	9,330	10,515	11,057
其他	632	185	911	356	364	381
营业总成本	10,871	15,315	42,398	50,499	61,628	66,795
销售毛利（百万元）	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产天然气+启东	2,799	3,733	7,192	2,240	1,825	2,100
煤炭	819	3,649	6,727	5,449	8,887	9,776
煤化工	365	2,091	3,048	2,508	2,237	2,352
其他	279	77	44	44	47	40

营业总毛利	4,263	9,550	17,011	10,242	12,997	14,270
-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 盈利预测与公司估值

从主营业务分析，公司现阶段主营业务为天然气、煤炭和化工业务；中国神华、兖矿能源的煤炭板块和化工业务同公司相近，恒力石化的化工和炼油业务可比，九丰能源的天然气业务可比，故选择这四家能源行业公司为可比公司。

同时，公司发布《关于提高公司未来三年（2022-2024）年度现金分红比例的公告》，拟将 2022-2024 年度的现金分红比例大幅度提高为：“连续三年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%，且每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股（含税）”，彰显了公司对未来的发展信心，也提高了公司的长期投资价值。按 2024 年 3 月 6 日收盘价 8.24 元计算，保底分红 0.7 元/股对应公司 23 年保底股息率约 8.50%，投资确定性赋予了公司较强的避险属性，为公司未来估值抬升提供有力支撑。

我们从两个角度，给予公司价值评估：从股息率估值角度，我们预期未来在低利率市场环境下，公司股息率有望进一步降低，预期股息率降低至 5.5% 左右，对应目标价 12.73 元。

从 PE 估值法角度，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 55.66/80.21/91.71 亿元，对应 PE 分别为 10/7/6 倍，低于行业平均 12/10/9 倍。我们给予公司 2024 年 10 倍 PE 目标估值，对应目标价 12.22 元。

考虑到公司兼具高成长和低估值属性，未来煤炭产量增长有望贡献业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。

表16：可比公司估值表（元/股，倍）

代码	简称	收盘价		EPS			PE			静态 PB	
		2024/3/6	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	2024/3/6
601088.SH	中国神华	39.42	3.50	3.19	3.28	3.33	11	12	12	12	2.0
600188.SH	兖矿能源	27.19	6.30	2.81	2.91	3.04	4	10	9	9	3.9
600346.SH	恒力石化	12.58	0.33	0.98	1.36	2.03	38	13	9	6	1.5
605090.SH	九丰能源	28.62	1.76	2.09	2.68	2.99	16	14	11	10	2.4
	平均						17	12	10	9	2.4
600256.SH	广汇能源	8.24	1.73	0.85	1.22	1.40	5	10	7	6	1.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所（兖矿能源采用 wind 一致预期，中国神华、恒力石化、九丰能源采用东吴研究所预测数据）

7. 风险提示

- 1. 煤炭下游需求不及预期:** 受宏观经济下滑影响, 煤炭下游存在需求下滑的风险, 若保供限价政策持续加码, 煤价可能不及预期。
- 2. LNG 价格不及预期:** 国际地缘冲突下能源紧缺持续, 但存在因天然气价格高企下游需求不及预期, 使得 LNG 价格上涨不及预期的风险。
- 3. 煤矿项目投产进度不及预期:** 公司白石湖矿区存在扩产计划, 马朗、东部矿区未来具备投产规划, 若未来投产进度延后, 将影响公司煤炭产销量。

广汇能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,259	23,104	31,439	36,031	营业总收入	59,409	60,549	74,553	81,066
货币资金及交易性金融资产	5,333	9,601	15,455	19,831	营业成本(含金融类)	42,398	50,499	61,628	66,795
经营性应收款项	7,589	9,022	10,246	11,235	税金及附加	779	666	820	892
存货	1,560	2,525	3,424	2,783	销售费用	317	303	373	405
合同资产	13	0	0	8	管理费用	642	817	857	932
其他流动资产	1,764	1,956	2,314	2,174	研发费用	397	363	373	405
非流动资产	45,317	45,088	44,679	43,652	财务费用	1,005	821	722	482
长期股权投资	1,452	1,452	1,452	1,452	加:其他收益	49	61	60	57
固定资产及使用权资产	25,984	25,092	24,140	23,129	投资净收益	272	(121)	149	81
在建工程	3,832	3,448	3,644	3,279	公允价值变动	(9)	0	0	0
无形资产	6,524	6,474	6,424	6,374	减值损失	(464)	(68)	(131)	(128)
商誉	889	889	889	889	资产处置收益	17	(6)	7	8
长期待摊费用	1	2	3	4	营业利润	13,737	6,945	9,865	11,172
其他非流动资产	6,634	7,730	8,127	8,524	营业外净收支	(6)	(17)	(17)	(17)
资产总计	61,575	68,192	76,118	79,684	利润总额	13,731	6,928	9,848	11,155
流动负债	23,627	29,911	31,148	31,463	减:所得税	2,574	1,524	1,970	2,119
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,953	13,865	12,865	11,865	净利润	11,156	5,404	7,879	9,036
经营性应付款项	4,417	7,014	7,361	7,978	减:少数股东损益	(181)	(162)	(142)	(136)
合同负债	1,387	1,816	2,237	2,432	归属母公司净利润	11,338	5,566	8,021	9,171
其他流动负债	5,870	7,216	8,686	9,188	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	0.85	1.22	1.40
非流动负债	9,337	9,227	8,035	6,847	EBIT	14,651	7,749	10,570	11,637
长期借款	7,465	7,415	6,219	5,026	EBITDA	16,410	9,239	12,076	13,153
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.63	16.60	17.34	17.60
租赁负债	53	63	68	73	归母净利率(%)	19.08	9.19	10.76	11.31
其他非流动负债	1,819	1,749	1,749	1,749	收入增长率(%)	138.93	1.92	23.13	8.74
负债合计	32,965	39,138	39,184	38,310	归母净利润增长率(%)	126.61	(50.91)	44.10	14.34
归属母公司股东权益	28,869	29,475	37,496	42,071					
少数股东权益	(258)	(420)	(562)	(698)					
所有者权益合计	28,611	29,055	36,934	41,373					
负债和股东权益	61,575	68,192	76,118	79,684					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,146	9,896	10,021	12,481	每股净资产(元)	4.40	4.49	5.71	6.41
投资活动现金流	(383)	(1,533)	(1,058)	(526)	最新发行在外股份(百万股)	6,566	6,566	6,566	6,566
筹资活动现金流	(7,815)	(4,083)	(3,104)	(7,574)	ROIC(%)	25.63	12.28	15.88	16.48
现金净增加额	1,933	4,272	5,859	4,382	ROE-摊薄(%)	39.27	18.88	21.39	21.80
折旧和摊销	1,760	1,490	1,505	1,515	资产负债率(%)	53.54	57.39	51.48	48.08
资本开支	(1,922)	(523)	(1,109)	(509)	P/E(现价&最新股本摊薄)	4.77	9.72	6.75	5.90
营运资本变动	(3,943)	1,783	(267)	1,085	P/B(现价)	1.87	1.84	1.44	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>