

强烈推荐-A (维持)

广汇能源 600256.SH

目标估值: - 元
 当前股价: 4.21 元
 2017年05月07日

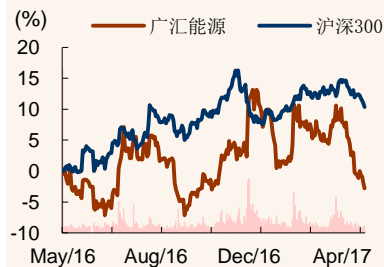
项目投产之年, 业绩有望超预期

基础数据

上证综指	3103
总股本(万股)	522142
已上市流通股(万股)	522142
总市值(亿元)	220
流通市值(亿元)	220
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	1.9
资产负债率	69.8%
主要股东	新疆广汇实业投资(集
主要股东持股比例	42.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-0	-11
相对表现	-7	-1	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

卢平

021-68407841
 luping@cmschina.com.cn
 S1090511040008

沈菁

021-68407401
 shenjing3@cmschina.com.cn
 S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539
 liuxiaofei@cmschina.com.cn

公司是新疆地区最优质的民营能源集团, 受益于“一带一路”国家战略和新疆概念。今年是公司在建项目投产大年, 未来业绩有望超预期, 目前定增折价 34%, 预计 2017、2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.23、0.32 和 0.38 元/股, 给予“强烈推荐-A”的评级。

- **深耕煤油气能源全产业链。**公司主营 LNG、煤炭和煤化工产品。位于新疆哈密和富蕴地区的煤炭资源储量丰富且煤种富含油气, 品质优异。煤炭产能近 3000 万吨, 目前产量 700 万吨, 仍有很大的增产空间。在鄯善、吉木乃和哈密现有三个 LNG 工厂, 产能合计达 16 亿方, 其中哈密煤制 LNG 工厂预计年化可贡献 4.8 亿元利润, 效益可观。煤化工板块拥有 120 万吨/甲醇或 80 万吨二甲醚项目, 测算甲醇生产成本 818 元/吨, 成本可控。
- **项目投产之年, 定增融资助推成长。**现阶段公司尚有六个在建项目: 红淖铁路、南通港 LNG 分销转运站、富蕴 40 亿方煤制气、哈密 1000 万吨/年煤炭分质利用项目、哈萨克斯坦清洁能源一体化项目和酒钢 3000 万吨/年煤炭分质利用项目。其中红淖铁路、南通港 LNG 分销转运站和哈密 1000 万吨/年煤炭分质利用项目预计今年投产, 业绩有望逐步兑现。公司计划今年完成约 70 亿 A 股增发融资, 将有效缓解公司偿债和资本支出压力。
- **母公司广汇集团六大产业齐发力。**广汇集团现阶段致力于能源开发、汽车服务、房产置业、物流商贸、有色产业和旅游产业六大板块。而广汇能源是集团能源板块下属唯一的上市平台, 目前集团体内仍有部分优质煤炭资源和北美油气资源, 预期未来逐步将注入上市公司体内。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司是新疆地区最优质的能源民营企业, 受益于“一带一路”和新疆概念。今年是公司在建项目投产大年, 未来业绩有望超预期, 目前定增折价 34%, 预计 2017、2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.23、0.32 和 0.38 元/股, 给予“强烈推荐-A”的评级。
- **风险提示: 在建项目投产进度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4825	4194	5033	6795	8154
同比增长	-28%	-13%	20%	35%	20%
营业利润(百万元)	57	(18)	1108	1698	2048
同比增长	-97%	-132%	-6146%	53%	21%
净利润(百万元)	248	206	1192	1689	1983
同比增长	-85%	-17%	480%	42%	17%
每股收益(元)	0.05	0.04	0.23	0.32	0.38
PE	88.5	106.9	18.4	13.0	11.1
PB	2.0	2.0	1.7	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、立足新疆，深耕煤油气能源全产业链	4
1、 煤炭：品质优异，储量丰富	5
2、 天然气：未来发展空间可观	9
3、 煤化工：甲醇产销量逐年上升	12
4、 石油：拥有非国营贸易进口资质	14
二、 在建项目投产之年，增发融资助推成长	15
1、 在建项目：逐渐投产完善产业链	15
2、 增发融资：预计今年完成	18
三、 母公司广汇集团六大产业齐发力	20
四、 给予“强烈推荐-A”的评级	22
1、 盈利测算	22
2、 增发折价，涵盖一带一路和新疆热点	22

图表目录

图 1 公司营业收入规模及同比增速	5
图 2 收入结构占比	5
图 3 2014-2016 年煤炭销量逐年下降（万吨）	6
图 4 甘肃省烟煤价格走势（元/吨）	7
图 5 秦皇岛动力煤 Q5500 大卡走势	8
图 6 京唐港主焦煤价格走势	8
图 7 我国天然气年产量和增速	9
图 8 我国天然气年消费量和增速	9
图 9 新疆地区天然气年产量及全国占比	10
图 10 全国甲醇市场价走势（元/吨）	13
图 11 新疆吐哈甲醇出厂价走势（元/吨）	13
图 12 公司全产业链布局图	15
图 13 红淖铁路地理位置图	16
图 14 公司资产负债率高于行业平均水平	18
图 15 公司股权结构及实际控制人	20
图 16：广汇能源历史 PE Band	24
图 17：广汇能源历史 PB Band	24

表 1: 主营业务构成.....	4
表 2: 煤炭资源主要集中在阿勒泰和哈密地区.....	5
表 3: 已探明的煤炭种类.....	5
表 4: 煤炭板块产销量数据.....	6
表 5: 公告吨煤综合售价及成本.....	7
表 6: 2020 年 14 个煤炭基地产量规划.....	8
表 7: 全国新开工项目分布情况.....	9
表 8: 2015 年能源消费占比.....	9
表 9: 天然气板块产销量数据.....	10
表 10: 公司 LNG 产能产量情况.....	11
表 11: 天然气销售价格和成本.....	11
表 12: 分工厂盈利情况.....	12
表 13: 煤化工板块产销量情况.....	12
表 14: 单位甲醇成本和二甲醚成本测算.....	13
表 15: 甲醇盈利能力测算.....	14
表 16: 斋桑油气项目资源储量.....	14
表 17: 富蕴 40 亿方煤制气项目情况.....	17
表 18: 信汇峡清洁能源项目出资情况.....	17
表 19: 公司 2017 年投资计划.....	18
表 20: 增发募投项目.....	19
表 21: 2017 年盈利测算.....	22
表 22: 上市公司估值比较.....	24
附: 财务预测表.....	26

一、立足新疆，深耕煤油气能源全产业链

广汇能源股份有限公司（广汇能源 600256）于 1994 年成立，立足于新疆及中亚地区，凭借新疆本土的丰富资源优势，二十多年深耕煤、油、气三大能源产业，并在 2012 年后逐步退出原有的地产、物业租赁、石材贸易等非能源行业，专注于能源全产业链发展。公司目前主营 LNG、煤炭和煤化工产品，积极发展商贸物流以支撑主营业务的拓展，是一家同时具有煤炭、石油、天然气三种资源的民营企业。

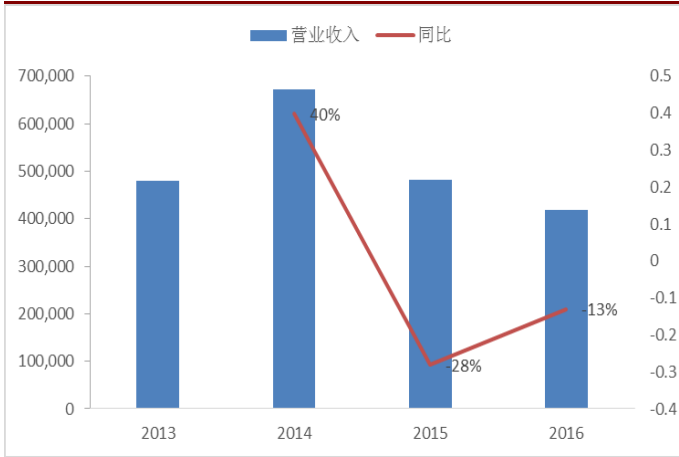
公司的主营业务主要分为三大块：天然气、煤化工和煤炭，合计占到营收规模的 96% 以上。其中天然气销售收入占 53%，煤化工占 33%，煤炭占 12%。根据 2016 年年报数据，分产品营收均同比下降，其中煤炭销售收入降幅高达 55%，主要因为销售区域萎缩导致竞争激烈，以及淖毛湖周围兰炭厂大面积停产。

表 1：主营业务构成

万元	2013	2014	2015	2016	同比
营业收入	480,528	671,727	482,524	419,435	-13%
天然气销售	208,948	312,334	243,396	220,673	-9%
煤化工产品	55,995	130,142	105,731	137,135	30%
煤炭销售	158,569	174,726	108,321	48,365	-55%
商品贸易	32,350	-	-	-	-
其他收入	24,667	54,525	25,077	13,261	-47%
营业成本	307,107	447,470	345,036	289,591	-16%
天然气销售	139,307	194,601	147,422	148,445	1%
煤化工产品	31,980	76,968	87,348	88,279	1%
煤炭销售	99,250	136,712	93,417	45,955	-51%
商品贸易	29,534	-	-	-	-
其他收入	7,035	39,189	16,849	6,912	-59%
毛利	173,421	224,257	137,488	129,843	-6%
天然气销售	69,641	117,734	95,974	72,229	-25%
煤化工产品	24,015	53,174	18,383	48,856	166%
煤炭销售	59,318	38,014	14,903	2,411	-84%
商品贸易	2,815	-	-	-	-
其他收入	17,632	15,336	8,228	6,349	-23%
毛利率(%)	36	33	28	31	9%
天然气销售	33	38	39	33	-17%
煤化工产品	43	41	17	36	105%
煤炭销售	37	22	14	5	-64%
商品贸易	9	-	-	-	-
其他收入	71	28	33	48	46%

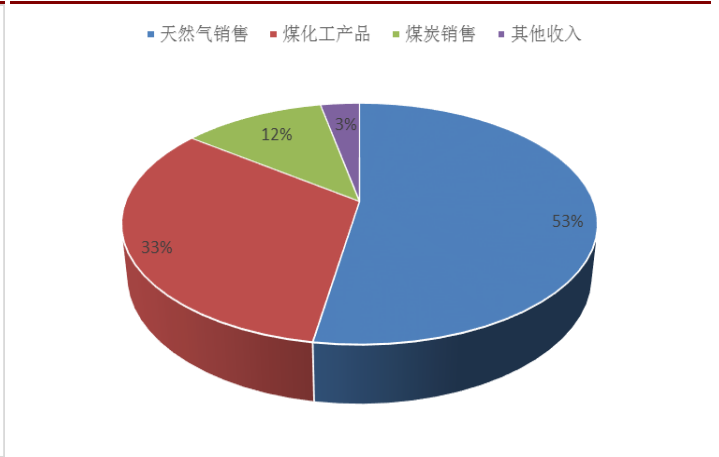
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 公司营业收入规模及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2 收入结构占比



资料来源：公司公告、招商证券

1、 煤炭：品质优异，储量丰富

广汇的煤炭资源主要集中在新疆哈密和富蕴地区，集中在淖毛湖和阿勒泰两大煤区，储量丰富，煤质优异，勘探储量累计超 180 亿吨。公司及其控股股东广汇集团在上述煤区拥有 6 块煤田：淖毛湖矿区的伊吾煤田、白石湖煤田、黑顶山煤田，资源储量达 17.8 亿吨；富蕴矿区的淖东煤田、淖西煤田和阿勒安道煤田，资源储量 16.5 亿吨，合计 34.3 亿吨。

表 2：煤炭资源主要集中在阿勒泰和哈密地区

地区	煤田	资源储量 (亿吨)
阿勒泰富蕴地区	淖东煤田	16.48
	淖西煤田	
	阿勒安道煤田	
哈密淖毛湖地区	伊吾煤田	17.76
	白石湖煤田	
	黑顶山煤田	

资料来源：公司公告、招商证券

■ 富含油气，优质的煤化工原料

目前位于淖毛湖地区的煤炭主要分为两类：油气煤和长焰烟煤。

油气煤顾名思义富含焦油，含量高达 6%，油气含量达 30% 以上，发热量 5200 大卡，含油气比例远超国内其他煤种一倍以上，是目前国内已知含油气量最高的煤种，具有稀缺性。油气煤在广汇煤炭资源中占比较高。

另一煤种为侏罗纪延安组的长焰烟煤，具有低灰、低硫、低磷、低铝、固定碳高、发热量高、挥发份高等特点，也是优质的动力煤和化工原料煤。

表 3：已探明的煤炭种类

煤种	特点
油气煤	焦油含量高达 6%，油气含量达 30% 以上，发热量 5200 大卡，具有不可复制稀缺性
长焰烟煤	侏罗纪延安组，低灰、低硫、低磷、低铝、固定碳高、发热量高、挥发份高，优质的动力煤和化工原料煤

资料来源：公司公告、招商煤炭

■ 露天开采成本低，增产空间较大

目前公司的煤炭产量近 3000 万吨/年，近两年产量维持在 750 万吨左右，增产空间大。根据 2016 年四季度公布的经营数据来看，2016 年全年产量 766 万吨，较 2015 年的 747 万吨增长 2.5%，基本维持稳定，但较 2014 年的 1476 万吨同比下降 49%。

而今年一季报数据显示，一季度煤炭产量 229 万吨，同比增长 21%，原因主要是煤价开始复苏，周边省份兰炭厂逐渐开始复工，公司把握机遇积极增产。目前公司增产的弹性空间很大。

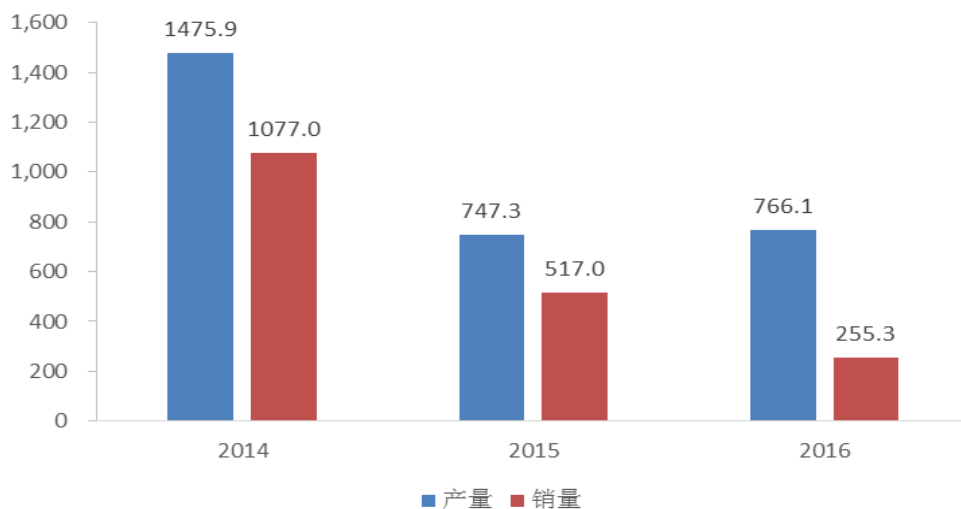
表 4：煤炭板块产销量数据

煤炭板块	2014	201503	201506	201509	2015	201603	201606	201609	2016	201703	2016 同比	201703 同
产量(万吨)	1476	260	434	539	747	190	344	529	766	229	3%	21%
其中：块煤	756	160	-	-	444	81	-	-	-	-	-	-
混煤	359	10	-	-	38	74	-	-	-	-	-	-
沫煤	361	91	-	-	266	34	-	-	-	-	-	-
销量(万吨)	1077	193	317	432	517	78	105	135	255	118	-51%	52%
其中：铁销	471	180	183	280	323	55	79	74	145	80	-55%	46%
地销	606	13	133	152	194	23	26	61	110	38	-43%	66%

资料来源：公司公告、招商证券

公司部分自产煤用于煤制甲醇项目，120 万吨甲醇项目大致耗煤量在 500 万吨左右，2016 年化工用煤 562 万吨。从公司公告数据来看，煤炭销量逐年下降，2016 年煤炭销量 255.3 万吨，同比下降 50.6%。但 2017 年一季度数据销量回升明显，一季度销量 118 万吨，同比增长 52%。

图 3 2014-2016 年煤炭销量逐年下降 (万吨)



资料来源：招商证券

公司产能利用率低，去年煤炭销量下降明显的原因主要为周围兰炭厂全部停产。另外，虽然 2016 年煤炭行业整体向上，去产能效果显著，煤价大幅回升，但西北地区区位偏僻，价格的联动效果相对滞后，煤价仍然较低，从调研了解到的情况，地销含税价格 85 元/吨左右；铁销价格分煤种来看，块煤售价约 145 元/吨，混煤 125 元/吨，沫煤 95 元/吨，煤种分别占比 59%、5%和 36%。

表 5: 公告吨煤综合售价及成本

元/吨	2011	201206	2012	201306	2013	201406	2014	201506	2015	201606	2016
煤价	209	195	199	185	165	166	162	221	210	140	189
成本	143	87	126	103	103	114	127	171	181	143	180
吨煤毛利	66	108	73	82	62	51	35	50	29	-3	9

资料来源: 公司公告、招商证券

公司 2016 年年报综合售价约为 189 元/吨, 营业成本 180 元/吨, 吨煤毛利 9 元, 煤炭价格较半年报数据明显回升, 同比增加 35%, 但同时煤炭销售成本 180 元/吨, 也同比回升 26%。煤炭生产产能利用率低, 导致单位生产成本较高, 毛利率很低。事实上, 公司所在淖毛湖煤区多为露天矿井, 且富油煤居多, 质优价高, 开采条件较好, 若产量回升后成本优势明显。

■ 建设物流铁路以拓宽外销市场

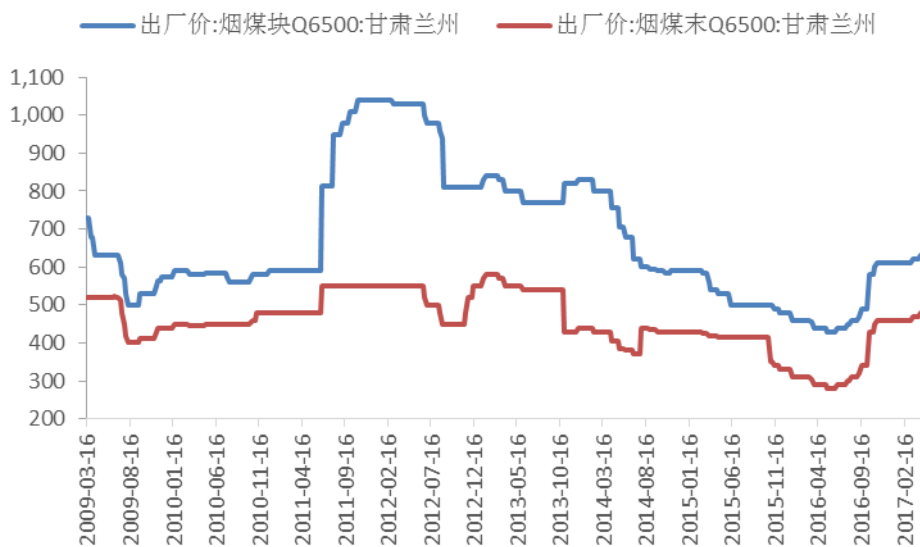
公司除自用外, 主要通过地销和铁销进行煤炭销售。

地销指在产地销售, 目前周边 143 家兰炭厂全部停产, 对销量影响较大。根据招商调研了解到的情况, 地销煤的含税售价在 85 元/吨左右。

铁销则为通过铁路外运销售, 主要运往甘肃等周边省份。为有力开拓和巩固甘肃及河西走廊区域的市场, 公司配套建设了红淖铁路、淖柳公路和柳沟物流园中转发运基地, 使得公司煤炭的成本优势和煤质优势得以发挥。

外销的主要市场为甘肃省电厂, 做动力煤为主。参考甘肃省兰州市烟煤沫煤的价格走势, 消费市场的煤价远高于新疆地销价格。随着红淖铁路开通, 外销市场进一步打开, 盈利有望明显改善。

图 4 甘肃省烟煤价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

■ 行业持续改善, 政策重点发展区域

随着供给侧改革的持续推进, 煤炭价格从 2016 年下半年开始回升, 秦皇岛动力煤价格从底部的 351 元/吨暴涨到 741 元/吨, 涨幅 111%, 京唐港主焦煤价格从底部 670 元/吨上涨到 1750 元/吨, 涨幅超过 160%。今年以来, 276 天限产政策放开后, 煤炭价格虽有所回落, 但调整幅度较小。

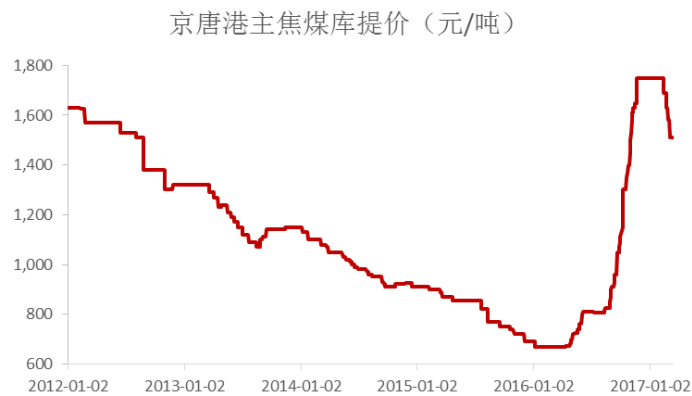
十三五期间去产能持续进行，未来煤炭产能预计维持在 39 亿吨左右，而短期下游需求回暖超预期，使得供求关系弱平衡略微偏紧。因此我们预计在经济基本面相对稳定和政策持续的前提下，煤炭行业的生态结构正在不断改善，行业已告别 2015 年严重供过于求，全行业亏损的时代，未来煤价有望维持在一个行业合理盈利下的水平。

图 5 秦皇岛动力煤 Q5500 大卡走势



资料来源：wind、招商证券

图 6 京唐港主焦煤价格趋势



资料来源：wind、招商证券

2016 年 12 月，发改委和能源局联合发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》提出要求十三五期间以优化西部资源为主，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设。新疆地区作为十四个大型煤炭基地之一，资源储量丰富，未来主要以就地转化和西电东送为主，2020 年产量预计在 2.5 亿吨左右，占全国产量 6.3%。根据国家统计局最新数据 2016 年新疆地区原煤产量 1.6 亿吨，未来仍有 50% 以上增长空间。

十三五规划显示，新增产能布局也将主要集中于西北三省，内蒙、陕西和新疆的新开工规模将占全国比重 80% 以上。

因此，我们认为公司拥有丰富优质的煤炭资源储备，未来板块有望受益于政策国家战略规划布局，同时随着煤价企稳回升叠加公司加强和巩固外销市场，规模效益和成本优势将逐步体现，盈利可期。

表 6：2020 年 14 个煤炭基地产量规划

单位：亿吨	2020 年煤炭产量规划
1、大型煤炭基地外煤炭	2
鲁西基地	1
冀中基地	0.6
河南基地	1.35
两淮基地	1.3
蒙东（东北）基地	4
晋北基地	3.5
晋中基地	3.1
晋东基地	3.4
云贵基地	2.6
宁东基地	0.9
陕北基地	2.6
神东基地	9
黄陇基地	1.6
新疆基地	2.5
2、14 个大型煤炭基地产量	37.4
合计	39.4

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》、招商证券

表 7：全国新开工项目分布情况

地区	规划	新开工	占比
东部地区	原则上不再新建煤矿		
中部	从严控制接续煤矿	新开工规模约占全国	12%
东北地区	从严控制接续煤矿	新开工规模约占全国	1%
西部地区	结合煤电和煤炭深加工项目用煤需要，配套建设一体化煤矿	新开工规模约占全国	87%
内蒙古、陕西、新疆	重点建设省（区）	新开工规模约占全国	80%

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》、招商证券

2、 天然气：未来发展空间可观

根据发改委和能源局公布的数据，2015 年我国天然气产量 1346 亿立方米，相当于 2.5 亿吨标准煤量，在全部能源消费 43 亿吨标准煤中占比 6%。目前我国的天然气消费水平偏低，而供应能力阶段性富余。

国家能源“十三五”规划要求，十三五期间能源生产量约 40 亿吨标准煤，其中煤炭 39 亿吨，原油 2 亿吨，天然气 2200 亿立方米，非化石能源 7.5 亿吨标准煤。规划还对能源消费提出要求，非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58%。

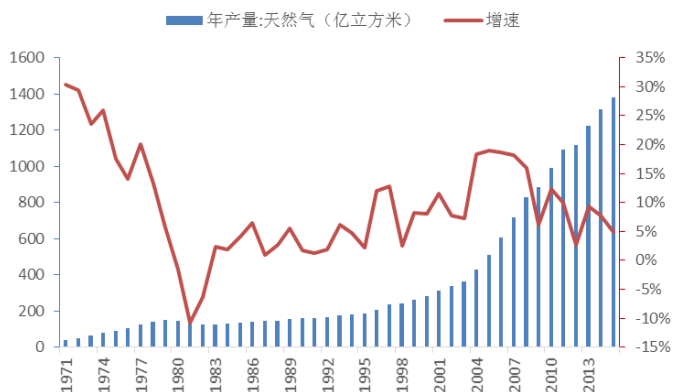
我国的天然气产业仍有非常大的发展空间。十三五能源规划中天然气占比提升，天然气的主要用途包括发电、化工原料、汽车能源和城市燃气。而陕京线、西气东输、川气东送等长距离输气管道的建成投产和城市配气管网等基础设施的完善，也能有力地释放天然气产能和需求。

表 8：2015 年能源消费占比

亿吨标准煤	消费量	占比	十三五目标
煤炭	27.5	64%	58%
石油	7.8	18%	17%
天然气	2.5	6%	10%
非化石能源	5.2	12%	15%
合计	43.0	100%	100%

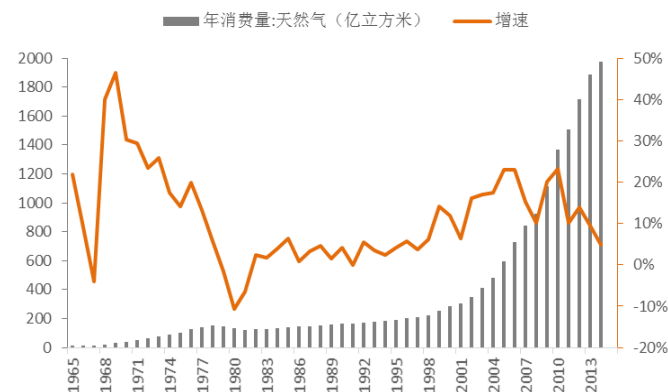
资料来源：国家能源局、招商证券

图 7 我国天然气年产量和增速



资料来源：wind、招商证券

图 8 我国天然气年消费量和增速

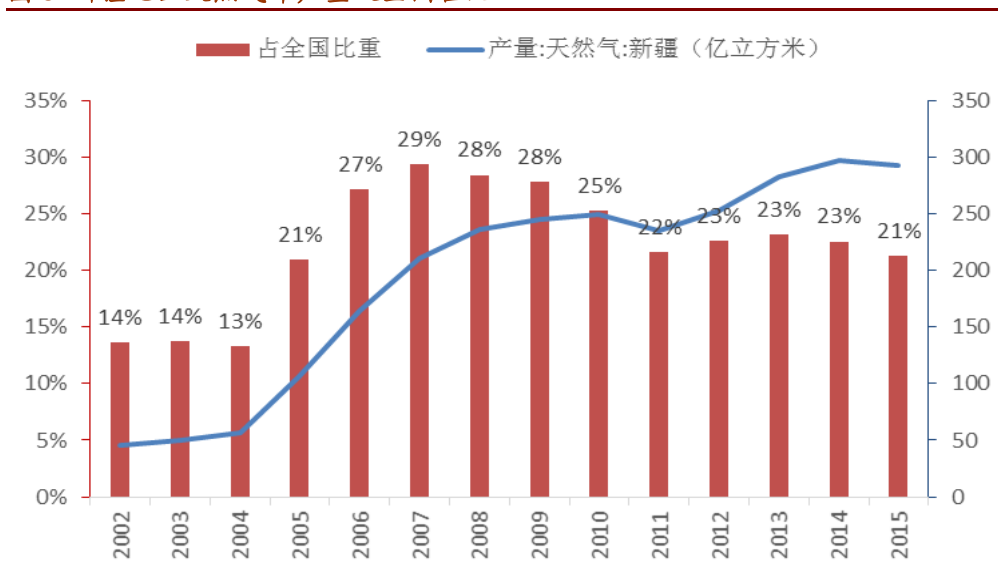


资料来源：wind、招商证券

我国天然气资源主要集中在鄂尔多斯盆地、塔里木盆地库车地区、四川盆地川东地区、柴达木盆地三湖地区和莺歌海盆地五大气区。新疆地区的天然气产量达到近 300 亿立方

米/年，占全国总产量的 20% 以上，未来仍有增长空间。

图 9 新疆地区天然气年产量及全国占比



资料来源: wind、招商证券

■ 液化天然气产销量高增长

液化天然气 (LNG)，即天然气经过净化处理，并冷却至-162 摄氏度液化后的液体天然气，其体积为气态时的 1/625，重量为同体积水的 45% 左右，其 85% 以上的成份为甲烷，比天然气更清洁、热值更高。

LNG 是目前公司主产品之一，产销量均高速增长。公司公告的经营数据显示，2016 年公司天然气产量 108921 万方，较 2015 年同比增长 49%。天然气销量 122652 万方，同比增长 24%，其中自产气占 88% 左右，外购气占 12%，随着自产 LNG 的高增长，外购比例大幅下降，2016 年外购气 10911 万方，同比下降 50%。

表 9: 天然气板块产销量数据

天然气板块	201506	201509	2015	201603	201606	201609	2016	201703	2016 同比	201703 同比
产量 (万方)	38,143	52,432	73,205	25,604	49,763	79,511	108,921	21,404	49%	-16%
其中: 鄯善工厂	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
吉木乃工厂	18,243	26,422	35,372	8,174	19,869	32,323	43,871	9,756	24%	19%
哈密新能源工	19,900	26,010	37,832	17,430	29,894	47,188	65,050	11,648	72%	-33%
销量 (万方)	53,344	73,237	98,809	27,022	53,864	87,476	122,652	23,748	24%	-12%
其中: 自产	37,992	51,310	72,661	25,291	49,638	76,564	108,039	22,590	49%	-11%
外购	15,352	21,927	26,148	1,731	4,226	10,911	14,614	1,158	-44%	-33%

资料来源: 公司公告、招商证券

■ 天然气产能达到 16 亿方/年

目前公司下属 3 个 LNG 工厂，天然气产能约 16 亿方/年。

- 鄯善 LNG 工厂: 是广汇液化天然气发展有限责任公司的分公司投资建设的 150 万标准立方米/天产能的液化天然气项目，年化产能约 5 亿方，2004 年投入运营。气源来自外购，出于成本考虑，自 2015 年起处于停产状态。

- 吉木乃 LNG 工厂：2013 年 6 月通气试生产，气源全部采购自哈萨克斯坦 TBM 公司开采的天然气，通过与之相配套的跨国天然气输气管道输送，即中哈萨拉布雷克-吉木乃天然气管道。该管道实现了民营企业从境外拿回油气资源零的突破。吉木乃 LNG 工厂可实现年产 5 亿方的能力。2016 年 LNG 产量 43871 万方，同比增长 24%，2017 年一季度产量 9756 万方，同比增长 19%。
- 哈密 LNG 工厂：即哈密煤化工项目/广汇新能源煤化工项目，主要产品为煤基能源产品，设计规模为年产 120 万吨甲醇或 80 万吨二甲醚、5 亿立方米 LNG，煤来自自淖毛湖煤区，耗煤量约 500 万吨/左右。2013 年试生产，设计产能 5 亿方，技改后目前可实现 6 亿方产能。2016 年 LNG 产量 65060 万方，同比增长 72%，是公司产量的主要增长源。

2017 年一季度哈密工厂 LNG 产量只有 11648 万方，同比大幅减少 33%，主要原因是 2 月 16 日碎煤加压气化 B 区 6 号炉发生煤气泄漏引起燃烧的安全生产事故，使得产量有所影响。

表 10：公司 LNG 产能产量情况

	气源	产能 (亿方/年)	2016 产量 (万方)	状态
鄯善 LNG 工厂	外购天然气	5	-	停产
吉木乃 LNG 工厂	哈萨克斯坦外购天然气	5	43871	在产
哈密 LNG 工厂	淖毛湖煤区煤源制天然气	6	65060	在产
合计		16	108921	

资料来源：公司公告、招商证券

可见公司生产 LNG 的方式主要分为两种：一种将天然气源深冷处理得到 LNG（鄯善和吉木乃工厂）；另一种以煤炭为原料，经过煤化工制甲烷气和液化处理，即煤制天然气（哈密工厂）。

■ 哈密 LNG 工厂盈利可观

公司 2016 年年报公告数据显示，目前天然气板块 LNG 单价 1.80 元/方，单价同比下降 27%，但随着产量上升规模效益逐渐显现，单位成本下降至 1.21 元/方，同比下降 19%，降幅显著，毛利 0.59 元/方，单位毛利下降 39%。

表 11：天然气销售价格和成本

天然气板块	2014	201506	2015	201606	2016	同比
产量 (万方)	91,466	38,143	73,205	49,763	108,921	49%
销量 (万方)	105,220	53,344	98,809	53,864	122,652	24%
单价 (元/方)	2.19	1.95	2.46	1.86	1.80	-27%
成本 (元/方)	1.85	1.62	1.49	1.12	1.21	-19%
毛利 (元/方)	0.34	0.33	0.97	0.74	0.59	-39%

资料来源：公司公告、招商证券

分工厂来看，鄯善 LNG 工厂 5 亿方产能目前处于停产状态。原料为鄯善地区采煤伴生气，前期成本采购成本较低，2015 年合作方提价到 2.25 元/方，而加工成本 1 元/方左右，使得成本远高于销售价格，因此公司停产至今，并且考虑将工厂搬迁至甘肃酒泉地区。

吉木乃 LNG 工厂复制鄯善工厂的模式，从哈萨克斯坦斋桑地区采购天然气，通过中哈萨拉布雷克-吉木乃天然气管道输送回国，采购原料气的成本为 0.7 元/方，LNG 液化原料价格根据国际协议锁定，成本可控，基本加工成本 1 元/方，完全成本 1.7 元/方，目

前价格 1.8 元/方，处于盈亏平衡状态。

哈密 LNG 工厂是公司天然气板块主要的利润来源，技改后可能 6 亿方/年的产能。目前公司煤制天然气的成本约 1 元/方，售价 1.8 元/方，盈利 0.8 元/吨，年化可为公司贡献 4.8 亿元的利润。

表 12: 分工厂盈利情况

	售价 (元/方)	成本 (元/方)	利润 (元/方)	产能 (亿方/年)	盈利 (亿元)
鄯善工厂	1.8	3.25	-1.45	0	0
吉木乃工厂	1.8	1.7	0.1	5	0.5
哈密工厂	1.8	1	0.8	5	4.8
合计				10	5.3

资料来源：公司公告、招商证券

■ 未来仍有新增产能释放

除去目前 16 亿方 LNG 产能以外，公司仍在积极开发新的天然气项目：

- 富蕴 40 亿方煤质天然气项目；
- 哈萨克斯坦清洁能源一体化项目（在当地建 LNG 工厂）。

目前各项目在不同阶段的规划和建设过程中。（详见报告第二章）

3、 煤化工：甲醇产销量逐年上升

广汇煤化工板块的产品主要为甲醇、煤制 LNG 和九种以上的煤化工副产品。甲醇项目即哈密煤化工项目，年产 120 万吨甲醇或 80 万吨二甲醚，原料来自淖毛湖煤区的自有煤，耗煤量 500 万吨/年左右。

甲醇产销量逐年上升，2016 年甲醇产量 107.67 万吨，产能利用率 89.7%，较 2015 年的 71.5 万吨同比增长 50.6%。

表 10: 煤化工板块产销量情况

煤化工板块	2014	201506	201509	2015	201606	201609	2016
产量							
甲醇 (万吨)	68.49	37.5	48.83	71.5	50.3	78.68	107.67
LNG (万吨)	21.39	14.21	18.58	27.02	21.35	33.71	46.46
副产品 (万吨)	28.81	16.61	21.91	29.28	16.08	24.89	32.86
合计	118.69	68.32	89.32	127.8	87.73	137.28	186.99
销量							
甲醇 (万吨)	64.19	40.44	49.87	70.8	52.99	80.93	108.73
LNG (万吨)	21.36	14.1	17.81	26.82	21.36	33.48	46.11
副产品 (万吨)	26.25	17.05	21.38	29.35	17.54	26.46	33.73
合计	111.8	71.59	89.06	126.97	91.89	140.87	188.57

资料来源：公司公告、招商证券

2016 年我国甲醇价格开始明显回升，目前甲醇市场价格 2730 元/吨，预计新疆吐哈地区的出厂价在 2000 元/吨左右（含税），盈利可观。

我们测算广汇 120 万吨/80 万吨二甲醚项目的单位成本，公司消耗淖毛湖地区富油自有煤，原料成本大致在 80 元/吨，燃料成本 65 元/吨，单耗分别为 2.4 和 1.6，及 500 万

吨煤转化成 120 万吨甲醇或 80 万吨二甲醚。我们测算甲醇成本为 818 元/吨，转化为二甲醚的单位成本为 1221 元/吨。

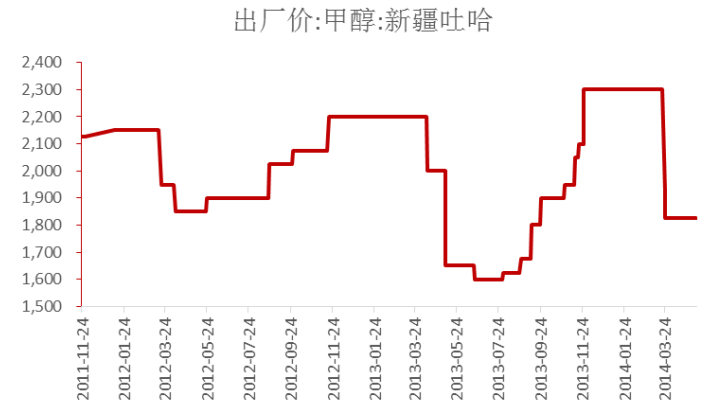
目前最终产品以 120 万吨甲醇为主，未转化成二甲醚，以甲醇产量测算，目前价格成本下，甲醇的单位净利润 668 元/吨，预计为公司贡献净利润约 8 亿元。

图 10 全国甲醇市场价走势 (元/吨)



资料来源：wind、招商证券

图 11 新疆吐哈甲醇出厂价走势 (元/吨)



资料来源：wind、招商证券

表 11: 单位甲醇成本和二甲醚成本测算

项目	测算
原料煤单价 (元/吨)	80.0
原料煤单耗 (吨/吨)	2.4
燃料煤单价 (元/吨)	65.0
燃料煤单耗 (吨/吨)	1.6
水的单价 (元/吨)	0.7
水的单耗 (吨/吨)	12.8
电的单价 (元/千瓦时)	0.3
电的单耗 (千瓦时/吨)	80.0
原料煤成本 (元/吨)	192.0
燃料煤成本 (元/吨)	104.0
耗水成本 (元/吨)	8.4
耗电成本 (元/吨)	24.0
工资	11.3
折旧	358.6
修理费	100.0
其他	20.0
甲醇成本合计 (元/吨)	818
转化成二甲醚比例	0.67
二甲醚成本 (元/吨)	1221

资料来源：公司公告、招商证券

表 12: 甲醇盈利能力测算

	盈利测算
甲醇含税价格 (元/吨)	2000
甲醇不含税价格	1709
甲醇完全成本	818
利润	891
单位净利润	668
产量 (万吨)	120
净利润 (亿元)	8.0

资料来源: 公司公告、招商证券

4、 石油: 拥有非国营贸易进口资质

公司及母公司广汇集团在哈萨克斯坦、美国等国家拥有丰富的石油、天然气资源, 是中国第一个在国外拥有油气资源、第一个建设运营跨境天然气管道和国网铁路、第一个获得原油贸易进口资质的非国营企业。

■ 收购北美油气资源

集团控股股东新疆广汇集团在 2015 年减持公司约 1.4 亿股, 占总股本 2.72%, 减持资金用于收购北美油气资源。公司是集团下属能源板块唯一上市平台, 集团承诺在条件具备后适时将北美油气资源注入上市公司。

■ 哈萨克斯坦斋桑油气开发

哈萨克斯坦地处中亚, 是国家“一带一路”战略中丝绸之路经济带的重要区域, 2012 年中哈两国签署战略协议, 共同开发斋桑油田。

公司的控股子公司新疆广汇石油控股 52% Tarbagatay Munay LLP(TBM)。TBM 公司拥有的斋桑油气开发项目资源量丰富, 目前处于持续的勘探和开发过程中。

公司公告显示, 目前 TBM 拥有的萨拉布雷克油田主要含有大量石油、溶解气和天然气资源。其中已勘探到的石油地质储量约 2.6 亿吨, 可采储量 3880 万吨, 溶解气地质储量 98 亿立方米, 可采储量 15 亿立方米, 天然气地质储量 64 亿立方米, 可采储量 54 亿立方米。

其中该天然气资源即目前吉木乃 LNG 工厂的气源, 年产 5 亿方, 可采年限约为 10 年, 通过中哈萨拉布雷克-吉木乃管道运输回国进行资源转化和销售。

表 13: 斋桑油气项目资源储量

	类型	地质储量	可采储量
石油 (万吨)	C1 级	3063	460
	C2 级	22804	3421
	合计	25867	3880
溶解气 (亿立方米)	C1 级	12	2
	C2 级	86	13
	合计	98	15
天然气 (亿立方米)	C1 级	55	47
	C2 级	9	8
	合计	64	54

资料来源: 公司公告、招商证券

二、在建项目投产之年，增发融资助推成长

广汇能源的战略目标是成为全产业链经营的能源集团，立足新疆，发展中亚，同时开拓北美。目前公司积极拓宽能源产业链，基于上游丰富的资源优势，搭建中游物流运输和中转平台，辐射下游终端市场。公司目前主要的工作方向为“四个三”工程：

- 开发三种资源：煤炭、石油、天然气
- 打造三个基地：新疆煤炭清洁高效利用转化基地、中亚油气综合开发基地、北美油气综合开发基地
- 建设三个物流园区：江苏启东、甘肃酒嘉、宁夏中卫
- 打通三条物流通道：出疆物流通道（铁路、公路）、中哈跨境通道、海运油气接收通道

图 12 公司全产业链布局图



资料来源：公司公告、招商证券

1、 在建项目：逐渐投产完善产业链

■ 红淖铁路

红淖铁路位于新疆哈密地区，南起红柳河北至至淖毛湖煤区，是纳入国家中长期铁路网规划的新疆首条民营控股铁路运输线，也是 2015 年公司非公开增发的募投项目之一。

红淖铁路南街甘肃兰新铁路站口，经哈密市星星峡镇、双井子乡、伊吾县下马崖乡、淖毛湖镇，至淖毛湖矿区分别向东、西延伸至东四矿和白石湖矿，正线全长 438 公里（含煤化工专用线 10 公里）。该铁路以煤运为主，其它农产品、化工产品为辅，是疆煤外运的重要集运通道。

图 13 红淖铁路地理位置图



资料来源：公司公告、招商证券

项目计划投入约 109 亿元，建设周期 3 年，目前已基本完成，预计年内投入使用。目前公司煤炭产能近 3000 万吨，而 2016 年的销量仅为 255 万吨，红淖铁路投入运营将大大提升公司煤炭产品的外运能力，帮助公司拓展和巩固甘肃等周边省份的煤炭销售市场。

■ 江苏南通港吕四港 LNG 分销转运站项目

该项目是公司物流中转的重要环节，主要的功能定位是“城市燃气季节调峰，LNG 应急调峰站或接收站的补充气源，燃气汽车、工业、船舶、化工等用户的供气，以及输气管道铺设未覆盖城市的 LNG 消费”。

公司计划将该分销转运站打造成以液化天然气能源产品营销为主，具备仓储、分销等功能的综合能源物流基地。大部分 LNG 产品将采用装车臂方式灌装后通过低温转运车外运，小部分 LNG 产品经汽化后通过管道直供周边企业使用。

项目包括一个 LNG 卸船舶泊位及引桥（可停靠约 15 万方 LNG 船）；2 座容积 5 万立方的双金属单包容 LNG 储罐；LNG 装车区和配套设施。一期项目设计 LNG 年周转能力 60 万吨，二期项目计划建设 1 座 16 万方全包容 LNG 储罐，二期工程完成后 LNG 年周转能力将提升至 115 万吨。

目前项目已完成交工验收等所需的全部手续，一期已进入试运行阶段，实现 LNG 周转量 40 万吨/年，目前考虑扩建 2 个 16 万方 LNG 储罐，扩建后可实现 LNG 周转量 300 万吨/年，二期工程预计 2019 年完工。

■ 哈萨克斯坦 LNG 清洁能源一体化项目

2012 年中哈签订签署了《中华人民共和国政府和哈萨克斯坦共和国政府关于建设和运营萨拉布雷克—吉木乃天然气管道的合作协议》，在共同开发斋桑油气资源的同时，约

定广汇能源在哈萨克斯坦境内建设一座现代化的 LNG 工厂,即哈萨克斯坦 LNG 清洁能源一体化项目。该项目的气源来自斋桑油田资源。

该项目设计加工规模 1 亿立方米/年,建设配套工程和辅助生产、以及 40 辆 LNG 配套的运输车辆等运输设施,并计划在哈萨克斯坦境内建设 20 个左右 LNG 加气站,大力推广实施民用气化工程和车用 LNG 市场,未来发展空间很大,有望成为未来重要利润增长点,也是公司在哈萨克斯坦天然气业务的重要延伸。

■ 富蕴 40 亿方煤制气项目

2015 年公司控股子公司富蕴新能源与中石化天然气公司签订协议《新疆煤制气外输管道天然气购销框架协议》。协议规定富蕴新能源在准东喀木斯特建设生产 40 亿立方米/年的煤制天然气项目,中石化天然气公司负责收购所有煤质天然气,通过管道对外运输和销售。

目前建设项目配套的 1200 万吨/年阿拉安道南矿已取得相关资格,配套水工程已完工,天然气工程也在办理手续中。但目前中石化的天然气运输管道一直未修建,因此公司的煤制天然气项目建设也处于暂停中,暂无法预计投产时间。

表 14: 富蕴 40 亿方煤制气项目情况

富蕴准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目	项目进程
煤制天然气项目	办理前期手续中。
项目配套煤矿	年产 1200 万吨阿拉安道南矿已取得《水土保持方案》、《水资源论证报告》和《节能评估报告》国家层面的同意批复。
项目配套供水工程	已完工。

资料来源:公司公告、招商证券

■ 哈密 1000 万吨/年煤炭分级提质综合利用项目

新疆哈密伊吾县淖毛湖煤区的煤质富含油气,为提高煤炭附加值,响应国家煤炭分质利用的号召,公司控股子公司广汇炼化在哈密淖毛湖工业园区建设 1000 万吨/年煤炭分质综合利用项目,建立“煤-化-油”的产业模式。目前 1000 万吨/年煤干馏装置已经建设完成,正在配套建设污水处理厂,达产后可产出丰富的粗芳烃、荒煤气和兰炭等产品,预计今年干馏装置可投产运营。

今年广汇炼化与山东汇东、渝三峡签订协议,设立新疆信汇峡清洁能源有限公司,在工业园区建设 120 万吨/年粗芳烃加氢项目。其中一期建设 60 万吨/年粗芳烃加氢装置,计划总投资 11.94 亿元,预期 2018 年建成投产,可有效提高公司资源利用率。该项目由广汇炼化并表。

表 15: 信汇峡清洁能源项目出资情况

合作方	持股比例	出资金额(亿元)
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	34%	2.04
山东汇东新能源有限公司	33%	1.98
重庆三峡油漆股份有限公司 000565 渝三峡 A	33%	1.98
合计	100%	6

资料来源:公司公告、招商证券

■ 酒钢 3000 万吨分质利用项目

2014 年,公司与酒钢集团签署了《关于共同设立煤炭分质利用项目公司的合资协议》、《关于共同设立煤炭分质利用项目产品销售公司的合资协议》,拟在甘肃嘉峪关市建设

3000 万吨/年原煤分质利用转化项目，其中一期 1000 万吨/年项目的干馏装置已经建设完成，后续加氢装置正在建设中，预期很快将建成投产。该项目由酒钢集团并表。

表 16：公司 2017 年投资计划

2017 年投资项目	计划投资/亿元	资金投向
广汇石油公司项目	20	北美油气、哈萨克斯坦油气开发等费用支出
红淖铁路项目	17.5	全线路基、电力及牵引供电工程、桥涵收尾工程、联调联试及试运营等项目费用支出，确保铁路项目达到交工验收试运行状态
清洁炼化项目	15.5	荒煤气制氢项目、粗芳烃加氢项目、II 系列小粒煤技术改造项目、荒煤气发电综合利用项目、备煤输煤技术改造项目及兰炭活化合成活性填料项目
江苏启东 LNG 物流中转基地	4.8	吕通线天然气管道项目、配套基础设施安装施工项目、二期两台 16 万立方储罐、海水气化装置项目等费用支出
哈密新能源工厂	4.8	新增 VOCs 治理二氧化碳液化、气氨液化、污水装置水池封闭除臭项目、产品外运装车及各装置系统的填平补齐改造项目等费用支出
天然气板块整体投资	2.2	建设天然气终端加气站、城市管网及物流体系完善等
煤炭板块整体投资项目	1.4	建设火车快装输煤系统、地面生产系统、综合信息调度系统、矿坑疏干及防排水工程等费用支出
其他项目	3.8	哈密硫化工硫化异丁烯、甲磺酸项目等费用支出；用于投入准东喀木斯特年产 40 亿方煤制天然气项目前期费用等支出
合计	70	

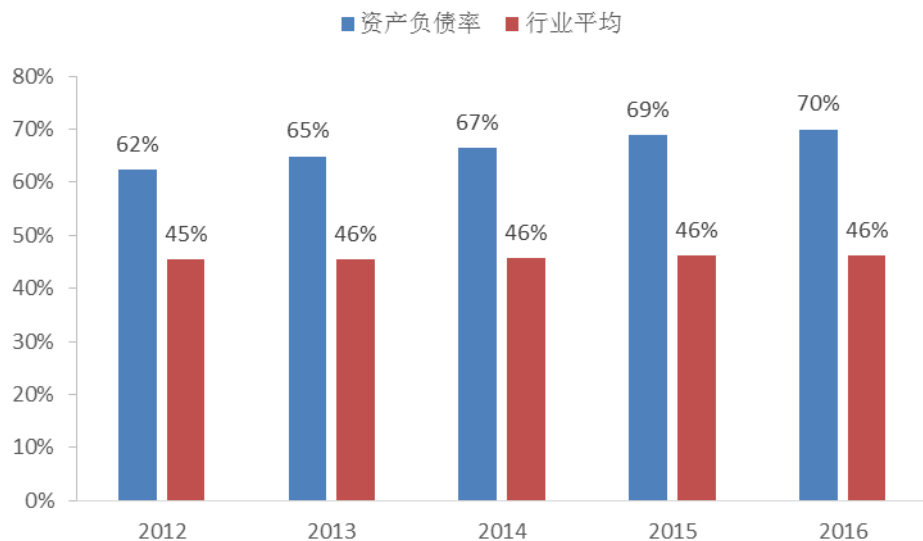
资料来源：公司公告、招商证券

2、 增发融资：预计今年完成

公司在大力拓展能源全产业链战略，投资建设了涵盖资源开发转换，物流运输中转和完善终端市场销售的大小项目。大量的资本投入需求导致公司的资产负债率持续高于行业平均水平。

公司自 2012 年-2016 年资产负债率分别为 62%、65%、67%、69%和 70%，持续升高，而根据 wind 数据，石油和天然气行业平均的资产负债率水平长期维持在 46%左右。公司的负债水平远高于行业平均，偿债压力较大。

图 14 公司资产负债率高于行业平均水平



资料来源：wind、招商证券

为了募集在建项目投入资本和缓解公司偿债压力，公司在 2015 年正式启动非公开发行 A 股股票的计划。本次发行价格为不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%，即不低于 6.36 元/股，拟发行股票数量不超过 110,062.893 万股，募集资金总额不超过 70 亿元。

此次计划募集的约 70 亿资金主要投向三大项目和部分偿还上市公司有息负债。

- 哈萨克斯坦 LNG 清洁能源一体化项目：计划投资总额 10.62 亿元，此次募资投入 10 亿元，建设周期约为三年，目前处于项目勘探和设计阶段。
- 南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目：计划投资 24.97 亿元，本次募资投入 20 亿元，建设周期 2.7 年，预计今年完工投入使用。
- 新疆红柳河至淖毛湖铁路项目：计划总投资 108.68 亿元，此次募资投入 25 亿元，建设周期 3 年，今年内投入运营。

表 20：增发募投项目

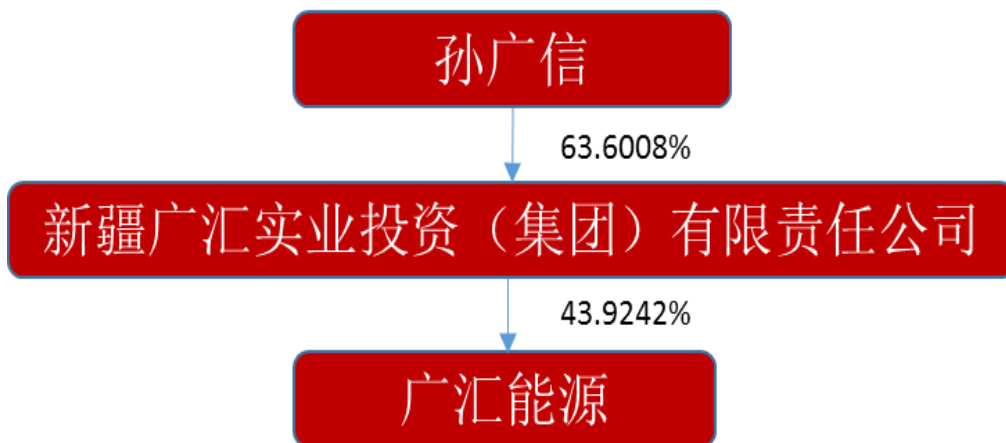
募投项目	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	建设周期 (年)
哈萨克斯坦 LNG 清洁能源一体化项目	10.62	10	3
南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目	24.97	20	2.7
新疆红柳河至淖毛湖铁路项目	108.68	25	3
偿还上市公司有息负债		15	
合计		70	

资料来源：公司公告、招商证券

三、母公司广汇集团六大产业齐发力

公司的控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（简称广汇集团），其实际控制人为孙广信。孙广信持有广汇集团 63.6008% 的股权，广汇集团控股广汇能源占比 43.9242%。

图 15 公司股权结构及实际控制人



资料来源：公司公告、招商证券

广汇集团创立于 1989 年，主要围绕“能源开发、汽车服务、房产置业、商贸物流”四大产业发展，目前新增投入有色资源和旅游业，未来将形成六大产业协同发展模式。

集团旗下拥有四家上市公司：广汇能源、广汇汽车、宝信汽车和*st 兴业。

■ 能源产业

母公司集团的能源板块主要为广汇能源，即本报告的上市公司。

除本报告前两章讲述的上市公司资源外，母公司广汇集团体内仍在哈密地区和富蕴地区有部分煤炭资源，同时 2016 年投资收购了北美油气资源。而广汇能源是集团体内能源板块唯一的上市平台，预计集团优质的煤炭和油气资源也将逐步注入广汇能源。

■ 汽车产业

2006 年集团注册成立广汇汽车服务有限公司，并于 2015 年成功在 A 股上市，2016 年通过要约收购港股上市公司宝信汽车。广汇汽车是中国最大的乘用车经销与服务集团、中国最大的豪华乘用车经销与服务集团、中国最大的乘用车融资租赁提供商及中国汽车经销商中最大的二手车交易代理商。

广汇汽车为客户提供覆盖汽车服务生命周期的一站式综合服务，包括整车销售、汽车金融和租赁、维修保养、保险及金融代理、二手车交易代理服务在内的全方位服务，致力于成为最优秀的世界级汽车服务集团。

■ 房产置业

广汇置业由房产开发公司、广西区域公司、四川区域公司、物业公司、营销公司、热力公司、格信公司、篮球俱乐部等单位整合成立，是一家拥有地产开发、销售、物业服务、城市供热等综合业务能力的大型民营地产开发企业。

目前已在新疆、广西、四川、陕西、江苏、宁夏“六省九市”区域内累计开发 150 多个

住宅小区和商业地产项目，开发建设房地产项目 2200 万平方米，物业管理面积 1500 万平方米，供热服务面积 1600 万平方米，仅乌鲁木齐就有近 60 万服务受众群体。广汇置业在立足新疆的同时，稳步拓展国内市场，战略布局境外市场，力争到 2020 年销售总额达到 300 亿元以上，2021 年达到 500 亿，跻身中国房企 50 强，成为国际化的综合地产服务商。

■ 商贸物流

亚中物流成立于 2000 年，是西北地区领先的商贸物流企业之一，主营业务为物流园运营、综合贸易业务。在物流园运营领域，主要服务为自有美居物流园的运营；在贸易领域，主要从事钢材、水泥等综合贸易业务。

■ 有色资源

集团正逐步布局铅锌矿、锰矿等有色资源项目。

■ 旅游产业

目前刚成立旅游公司，未来有望大展拳脚。

四、给予“强烈推荐-A”的评级

1、盈利测算

分产品来看，目前公司主要盈利贡献来自 LNG 销售和煤化工甲醇销售，煤炭销售目前处于亏损状态。

■ 煤炭业务

广汇的煤炭产能近 3000 万吨/年，目前产量只维持在 700 万吨左右，主要以为当地兰炭厂大面积停工，导致地销和铁销同比下降明显。根据公告显示，2016 年煤炭产量 766 万吨，销量 255 万吨，产能利用率只有 25.5%，导致单位成本高企。

红淖铁路预计今年全线通车，预计公司将花大力通过外运渠道拓宽甘肃等周边省市的煤炭销售市场，产量和销售量的增长空间很大。随着产销量的上升，单位成本下降，本身具有成本优势的露天矿将能成为公司新的利润增长点。

■ LNG 销售业务

目前公司在产 LNG 产能 16 亿方/年，其中 5 亿方产能的鄯善 LNG 工厂目前处于停产状态，未来有搬迁至甘肃酒泉建厂的预期，但搬迁日期未定，今年预计无法贡献利润；5 亿方产能的吉木乃 LNG 工厂，气源主要来自哈萨克斯坦，目前 LNG 价格下，盈利能力较弱，预计贡献 3750 万元净利润；主要贡献利润的哈密 LNG 工厂经过技改后产能达到 6 亿方，煤制天然气成本较低，盈利能力较强，预计满产条件下可贡献 3.6 亿元净利润。

因此 LNG 产品销售预计贡献业绩 4.0 亿元，eps0.076 元/股。

■ 煤质甲醇产品

哈密 120 万吨甲醇或 80 万吨二甲醚项目也是公司主要业绩来源。目前公司生产甲醇不转化二甲醚，120 万吨满产测算贡献净利润 8 亿元左右，eps0.153 元/股。

表 21：2017 年盈利测算

	2017 年盈利测算
甲醇销售净利润	8.0
LNG 销售净利润	4.0
合计（亿元）	12.0
总股本（亿股）	52.21
测算贡献 eps	0.23
股价（元/股）	4.21
P/E	18

资料来源：公司公告、招商证券

测算公司 2017 年主营业务可实现净利润约为 12 亿元，贡献 eps0.23 元/股，目前股价 4.21 元/股，对应 P/E18 倍。

2、增发折价，涵盖一带一路和新疆热点

■ 定增申请已过审，目前折价 34%

为了募集在建项目投入资本和缓解公司偿债压力，公司拟以不低于 6.36 元/股的价格发行约 11 亿股，募集资金总额不超过 70 亿元。主要投向哈萨克斯坦 LNG 项目、南通港吕四港分销转运站项目、新疆红淖铁路项目以及偿还部分债务。

目前公司股价 4.21 元/股，较拟增发价格 6.36 元/股，折价 34%。

■ 一带一路和新疆概念受益标的

“一带一路”是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称，对于我国现代化建设和辐射全球经济具有深远的意义。而公司立足新疆本土，正是“一带一路”国家战略的重要受益标的。

2012 年中哈签订签署《中华人民共和国政府和哈萨克斯坦共和国政府关于建设和运营萨拉布雷克—吉木乃天然气管道的合作协议》，而广汇能源作为新疆民营企业，在共同开发斋桑油气资源的同时，与哈政府签订哈萨克斯坦 LNG 清洁能源一体化项目，这正是受益于一带一路的国家战略和新疆独特的区位优势。

■ 给予“强烈推荐-A”的评级

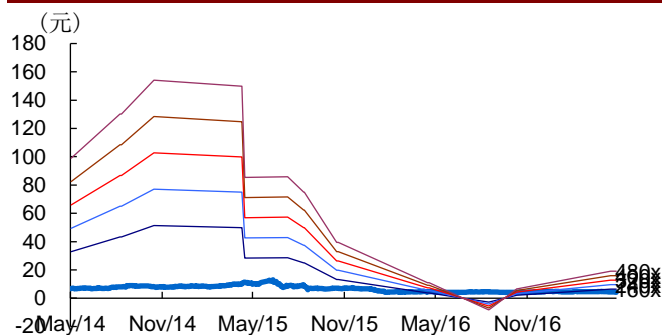
公司是新疆地区最优质的能源民营企业，受益于“一带一路”和新疆概念。今年是公司新建项目投产大年，未来业绩有望超预期，目前定增折价 34%，预计 2017、2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.23、0.32 和 0.38 元/股，给予“强烈推荐-A”的评级。

表 22: 上市公司估值比较

	股价	EPS (元)			P/E (x)			最新每股净资产	P/B
		15A	16E	17E	15A	16E	17E		
炼焦煤									
西山煤电	10.2	0.04	0.23	0.63	221	55	16	5.2	2.0
盘江股份	8.0	0.01	0.10	0.20	641	90	40	3.5	2.3
冀中能源	7.4	0.10	0.14	0.38	62	62	19	5.3	1.4
平煤股份	5.9	-0.91	0.06	0.18	-5	153	33	4.4	1.3
永泰能源	4.0	0.06	0.06	0.08	69	67	50	1.9	2.2
平均	7.1	-0.14	0.12	0.29	198	85	32	4.0	1.8
喷吹煤									
阳泉煤业	7.1	0.03	0.17	0.37	237	71	19	5.6	1.3
潞安环能	9.0	0.03	0.17	0.63	265	42	14	6.1	1.5
平均	8.0	0.03	0.17	0.50	251	56	17	5.9	1.4
动力煤									
中国神华	19.3	0.81	1.07	1.69	19	14	11	15.7	1.2
中煤能源	6.1	-0.19	0.10	0.20	-30	113	31	6.5	0.9
陕西煤业	6.2	-0.30	0.26	0.50	-20	42	12	3.3	1.9
兖州煤业	11.8	0.17	0.40	0.86	70	82	14	8.6	1.4
*st 山煤	4.9	-1.20	0.08	0.12	-3	44	41	2.0	2.4
平庄能源	5.5	-0.39	-0.47	0.05	-14	108	109	3.9	1.4
恒源煤电	9.0	-1.38	0.12	0.15	-4	154	60	5.7	1.6
大同煤业	6.3	-1.08	0.10	0.20	-6	69	31	3.1	2.1
昊华能源	7.2	0.05	0.07	0.15	131	261	48	5.4	1.3
靖远煤电	3.9	0.16	0.22	0.26	23	17	15	2.7	1.4
露天煤业	9.0	0.33	0.31	0.35	25	33	26	5.8	1.5
郑州煤电	5.0	-0.54	0.07	0.12	-10	77	42	3.4	1.5
安源煤业	5.4	0.03	0.04	0.08	166	156	67	2.8	1.9
平均	7.9	-0.30	0.19	0.39	15	84	37	5.5	1.6
一体化									
*st 神火	7.3	-0.88	0.59	0.51	-5	8	14	3.2	2.2
兰花科创	7.9	0.01	0.02	0.10	629	378	79	8.0	1.0
开滦股份	7.0	-0.34	0.08	0.10	-19	81	70	5.5	1.3
上海能源	11.5	0.02	0.06	0.23	517	207	50	11.8	1.0
平均	8.4	-0.30	0.19	0.24	280	168	53	7.1	1.4
总平均	7.8	-0.23	0.17	0.35	121	97	37	5.5	1.6
中值	7.2	0.01	0.10	0.20	23	71	31	5.3	1.4

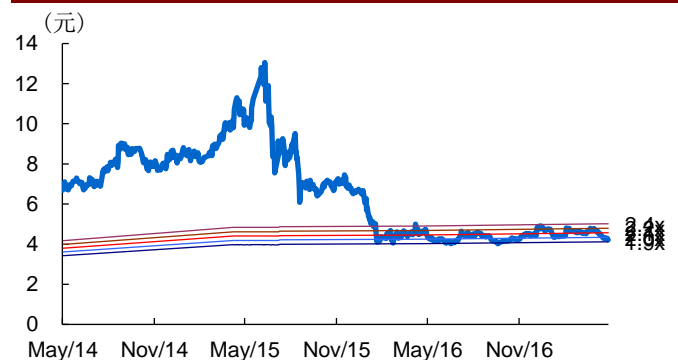
资料来源: wind、招商证券

图 16: 广汇能源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 17: 广汇能源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
2. 《十三五煤炭消费持续负增长成为常态——供给侧改革系列报告之二》2016/2/2
3. 《1998-2000年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
4. 《供给侧改革 1.0 侧重全面，去产能效果一般——供给侧改革系列报告之四》2016/2/29
5. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度——供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
6. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
7. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍——供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
8. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你——供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
9. 《回到 276，行业大逆转——供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
10. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中——供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
11. 《从供给拉动切换到需求推动——煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
12. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨——供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
13. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
14. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
15. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
16. 《目前的煤炭，年初的钢铁——供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
17. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断——供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
18. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡——供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
19. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
20. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
21. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
22. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
23. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
24. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
25. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
26. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
27. 《煤价股价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/19
28. 《供改政策转向，煤价面临压力——煤炭行业 2017 年度投资策略》2016/11/29
29. 《需求稳定微增，供改政策或求变——供给侧改革系列报告之二十九》
30. 《动力煤未来供求及价格走势——供给侧改革系列报告之三十》2017/2/6
31. 《炼焦煤未来供求及价格走势——供给侧改革系列报告之三十一》2017/2/8
32. 《业绩同比大增，估值渐具较高吸引力——供给侧改革系列报告之三十三》2017/3/20
33. 《高弹性煤价又逢新区拉动，强推冶金煤龙头冀中——供给侧改革系列报告之三十四》
公司深度系列

1. 《永泰能源深度报告-持续借力资本市场，助推三大产业转型》2016/3/13
2. 《山煤国际深度报告—扭亏为盈打开新纪元，转型电商提升估值》2016/3/17
3. 《阳泉煤业深度报告—供给侧改革演绎下的高弹性机会》2016/4/6
4. 《神火股份深度报告—受益供给侧改革，积极运作扭亏保壳》2016/4/13
5. 《冀中能源深度报告—高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016/5/1
6. 《潞安环能深度报告—喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
7. 《西山煤电深度报告—供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
8. 《盘江股份深度报告—打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
9. 《*ST 山煤深度报告—扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1
10. 《兰花科创深度报告—煤炭化工双双反弹，估值处于底部区间》2016/12/29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4984	4320	2364	3145	5373
现金	2394	2472	327	425	2109
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	354	168	202	272	327
应收款项	513	361	376	508	610
其它应收款	189	142	171	231	277
存货	586	487	488	637	764
其他	947	689	799	1072	1286
非流动资产	35887	39013	39520	39996	40441
长期股权投资	782	850	850	850	850
固定资产	13158	13698	14330	14918	15465
无形资产	1111	1248	1123	1011	910
其他	20836	23217	23217	23216	23216
资产总计	40871	43333	41884	43140	45814
流动负债	14894	17060	14146	10582	12367
短期借款	3469	4602	5922	127	0
应付账款	2710	3521	3610	4708	5650
预收账款	227	276	283	369	443
其他	8488	8662	4331	5377	6274
长期负债	13278	13268	13268	13268	13268
长期借款	7354	10053	10053	10053	10053
其他	5924	3216	3216	3216	3216
负债合计	28172	30328	27414	23850	25635
股本	5221	5221	5221	5221	5221
资本公积金	740	795	795	795	795
留存收益	4915	5116	6935	12257	13734
少数股东权益	1823	1872	1518	1017	428
归属于母公司所有者权益	10876	11133	12951	18273	19750
负债及权益合计	40871	43333	41884	43140	45814

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	690	1375	1977	3912	3970
净利润	248	206	1192	1689	1983
折旧摊销	1013	963	1090	1122	1152
财务费用	646	598	56	56	56
投资收益	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(1091)	(420)	(9)	1524	1350
其它	(121)	31	(349)	(476)	(568)
投资活动现金流	(2538)	(1194)	(1600)	(1600)	(1600)
资本支出	(2162)	(1048)	(1600)	(1600)	(1600)
其他投资	(376)	(147)	0	0	0
筹资活动现金流	1567	(70)	(2522)	(2214)	(686)
借款变动	2751	3973	(3096)	(5795)	(127)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	81	55	0	0	0
股利分配	(1566)	(835)	627	3633	(507)
其他	301	(3262)	(53)	(53)	(53)
现金净增加额	(281)	111	(2145)	98	1684

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4825	4194	5033	6795	8154
营业成本	3450	2896	2970	3873	4648
营业税金及附加	132	147	177	239	287
营业费用	212	217	261	352	422
管理费用	378	358	430	580	697
财务费用	598	544	56	56	56
资产减值损失	4	53	35	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	3	3	3
营业利润	57	(18)	1108	1698	2048
营业外收入	292	312	312	312	312
营业外支出	46	51	6	6	6
利润总额	303	242	1414	2003	2354
所得税	73	97	576	816	959
净利润	230	145	838	1187	1395
少数股东损益	(18)	(61)	(354)	(501)	(589)
归属于母公司净利润	248	206	1192	1689	1983
EPS (元)	0.05	0.04	0.23	0.32	0.38

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-28%	-13%	20%	35%	20%
营业利润	-97%	-132%	-6146%	53%	21%
净利润	-85%	-17%	480%	42%	17%
获利能力					
毛利率	28.5%	31.0%	41.0%	43.0%	43.0%
净利率	5.1%	4.9%	23.7%	24.9%	24.3%
ROE	2.3%	1.8%	9.2%	9.2%	10.0%
ROIC	1.9%	1.0%	2.3%	3.5%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	68.9%	70.0%	65.5%	55.3%	56.0%
净负债比率	34.1%	44.0%	38.1%	23.6%	21.9%
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
速动比率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	5.7	5.4	6.1	6.9	6.6
应收帐款周转率	7.0	9.6	13.6	15.4	14.6
应付帐款周转率	1.3	0.9	0.8	0.9	0.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.05	0.04	0.23	0.32	0.38
每股经营现金	0.13	0.26	0.38	0.75	0.76
每股净资产	2.08	2.13	2.48	3.50	3.78
每股股利	0.16	0.02	-0.70	0.10	0.11
估值比率					
PE	88.5	106.9	18.4	13.0	11.1
PB	2.0	2.0	1.7	1.2	1.1
EV/EBITDA	23.9	14.8	16.0	19.5	16.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。