

证券研究报告—深度报告

能源

石油化工

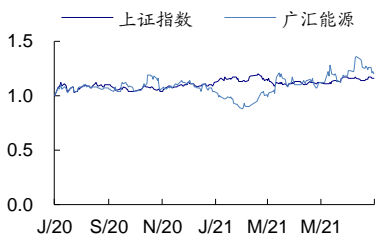
广汇能源(600256)
买入

合理估值: 3.86-4.15 元 昨收盘: 3.27 元

(首次评级)

2021年07月03日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	6,754/6,754
总市值/流通(百万元)	22,086/22,086
上证综指/深圳成指	3,589/15,039
12个月最高/最低(元)	3.85/2.40

相关研究报告:

 《布局清洁能源产业, 分享地区资源价值提升》
 ——2009-04-20

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 刘子栋

电话:

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

证券分析师: 薛聪

电话:

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

项目进入收获期, 迈入成长快车道

● 公司进入项目收获期

公司成立于1994年, 2000年上市, 2002年开始进行产业结构调整, 2012年成功转型为专业化的能源开发上市公司。公司立足于新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源, 确立了以能源产业为经营中心、资源获取与转换为方向的产业发展格局, 是国内目前唯一一家同时具有煤、油、气三种资源的民营企业。公司在18-19年投产大量项目, 包括煤炭清洁炼化、红淖铁路等, 这些项目在今年开始逐步贡献利润, 在周期回暖的背景下给予公司很高的业绩弹性。

● 天然气业务贡献业绩增长的主要动力

公司自17年开始进军LNG接收站领域, 每年周转规模都在稳定扩张, LNG接收站是天然气领域的核心优质资产, 具有很强的政策壁垒, 利润高且稳定。

● 煤化工和煤炭价格弹性大

在低油价的背景下, 油制烯烃成本优势明显, 但近期国际油价中枢提升, 导致油制烯烃成本上升, MTO装置盈利逐渐提升, 甲醇价格不断上涨, 煤制甲醇盈利有望提升。

随着“碳中和、碳达峰”战略的推出, 动力煤产地安全环保检查严格, 产地煤源紧张, 而且由于行业整顿可能呈现常态化, 减产限产可能会持续影响市场, 预计2021年煤价中枢上升。

● 盈利预测与估值

预计21-23年公司归母净利润分别达到26.27/35.14/47.23亿元, EPS分别为0.39/0.52/0.70元/股。因为公司属于周期成长股, 若给与21年整体11倍的估值水平, 市值目标280亿左右, 因此我们判断公司21年目标市值在260-280亿之间, 对应目标价在3.86-4.15元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

能源大宗商品价格下跌; 铁路运量低于预期; 在建项目进度不达预期; 新产品市场投放不达预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,042	15,134	22,619	26,866	33,739
(+/-%)	8.8%	7.8%	49.5%	18.8%	25.6%
净利润(百万元)	1,597	1,336	2,627	3,514	4,723
(+/-%)	-8.4%	-16.3%	96.6%	33.8%	34.4%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.20	0.39	0.52	0.70
EBIT Margin	24.2%	21.3%	20.1%	20.4%	20.2%
净资产收益率(ROE)	10.0%	8.0%	14.1%	16.7%	19.4%
市盈率(PE)	13.9	16.5	8.4	6.3	4.7
EV/EBITDA	11.4	12.5	8.1	6.8	6.0
市净率(PB)	1.39	1.31	1.19	1.05	0.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司将在未来展现良好的成长性，启东接收站每年周转规模的稳定扩张，以及在手煤化工、煤矿的稳定达产，都将带动公司业绩的不断增长。并且在现有在手投产后，大型资本开支均以结束，公司开始进入资本回收期，未来有望加大分红比例，给投资者带来更好的回报。预计 21-23 年公司归母净利润分别达到 26.27/35.14/47.23 亿元，EPS 分别为 0.39/0.52/0.70 元/股。因为公司属于周期成长股，若给与 21 年整体 11 倍的估值水平，市值目标 280 亿左右，因此我们判断公司 21 年目标市值在 260-280 亿之间，对应目标价在 3.86-4.15 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 1) 公司自 17 年开始进军 LNG 接收站领域，每年周转规模都在稳定扩张，LNG 接收站是天然气领域的核心优质资产，具有很强的政策壁垒，利润高且稳定。
- 2) 公司在 18-19 年投产大量项目，包括煤炭清洁炼化、红淖铁路等，这些项目在今年开始逐步贡献利润，在周期回暖的背景下给予公司很高的业绩弹性。
- 3) 大型资本开支基本结束，未来债务压力逐步减轻，分红比例有望逐步提升。

与市场的差异之处

- 1) 市场部分投资者对公司认知存在偏差，认为公司在天然气领域赚的是贸易的钱，我们认为接收站规模较小的时候，贸易利润占比高造成了业绩波动大，而随着天然气管道的铺开，利润更加稳定，带动估值提升。
- 2) 市场对于公司的发展存在质疑，认为公司涉及产品众多，没有在某一领域深耕。我们认为公司目前在手项目皆是以自有煤炭和天然气资源为出发点，自上而下的延伸，虽然涉及产品众多，但核心还是依靠资源禀赋优势，不断提升产品附加值。

股价变化的催化因素

业绩超预期（甲醇、煤炭价格超预期上涨）；中能与广汇有合作进展。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、能源大宗商品价格下跌；
- 二、铁路运量低于预期；
- 三、在建项目进度不达预期；
- 四、新产品市场投放不达预期。

内容目录

公司基本情况	6
发展历程：17 年进入项目投产高峰期，20 年进入收获期.....	6
盈利结构：天然气占主导，周期回暖下大宗商品盈利复苏.....	6
现有产能：天然气为核心，煤化工和煤炭均衡发展.....	7
成长性：21-25 年 CAGR=36%.....	8
价格弹性：利润弹性大，随产能增长波动逐渐降低.....	9
天然气板块基本面分析	10
接收站是进口桥梁，具有独特地位.....	10
进口 LNG 已经成为进口主力，接收站有望维持高负荷运行.....	10
国内 LNG 接收站仍以国企为主，未来增量有限.....	11
双碳目标下，进口 LNG 贸易有利可图.....	13
管网互联互通，保障公司天然气销售.....	13
煤化工板块基本面分析	14
公司煤化工项目概况.....	14
甲醇：双碳目标下，煤头产能增长受限.....	15
甲醇：油价中枢提升，煤制甲醇盈利提升.....	15
甲醇、煤焦油盈利与油价和煤价高度相关.....	16
新增项目概况.....	17
煤炭&铁路板块基本面分析	17
公司煤炭板块概况.....	17
红淖铁路助力资源“走出去”.....	18
煤炭：能源清洁化大势所趋，比重将不断下降.....	19
煤炭：双碳目标下，动力煤价格有望维持高位.....	19
在建项目概况.....	20
盈利预测	20
假设条件.....	20
业绩敏感性测算.....	22
估值及投资建议	23
绝对估值.....	23
相对估值.....	24
投资建议.....	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27
国信证券投资评级	28
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 营业收入及增速 (亿元, %)	6
图 3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	6
图 4: 2020 年公司毛利结构	7
图 5: 2021 年合理状态下 EBIT 结构	7
图 6: 21-25 年公司利润逐步增长 (亿元, %)	8
图 7: 21-25 年公司 LNG 销量 (万吨)	8
图 8: 21-25 年公司主要化工品销量 (万吨)	8
图 9: 21-25 年煤炭产量 (万吨)	8
图 10: 广汇能源启东接收站鸟瞰图	10
图 11: 天然气产业链.....	10
图 12: 国内天然气产量及增速 (亿方, %)	11
图 13: 管道气进口量与使用率已达上限 (亿方, %)	11
图 14: 接收站承担气量增长的主力 (亿方, %)	11
图 15: 国际天然气价格 (美元/百万英热)	13
图 16: 上海 LNG-进口到岸价 (元/吨)	13
图 17: 公司煤化工盈利情况 (亿元, %)	14
图 18: 公司甲醇产销量 (万吨)	14
图 19: 公司煤焦油产销量 (万吨)	14
图 20: 甲醇的工艺路线	15
图 21: 中国甲醇产能集中度 (%)	15
图 22: 中国甲醇产能、产量及开工率 (万吨, %)	15
图 23: 甲醇下游需求结构 (%)	16
图 24: 乙烯表观需求量及增速 (万吨, %)	16
图 25: 丙烯表观需求量及增速 (万吨, %)	16
图 26: 中温煤焦油价格及价差走势 (元/吨)	16
图 27: 甲醇价格及价差走势 (元/吨)	16
图 28: 甲醇与布伦特价格 (元/吨, 美元/桶)	17
图 29: 煤焦油与布伦特价格 (元/吨, 美元/桶)	17
图 30: 公司煤炭板块盈利情况 (亿元, %)	18
图 31: 公司煤炭销量 (万吨)	18
图 32: 红淖铁路平面示意图	19
图 33: 公司铁路货物发运量	19
图 34: 煤炭下游应用	19
图 35: 国内原煤产量及增速	19
图 36: 主要电厂煤炭库存量	20
图 37: 动力煤价格走势	20
表 1: 广汇能源产能情况	8
表 2: 广汇能源业绩弹性测算 (按照 2021 年产能)	9

表 3: 广汇能源业绩弹性测算 (按照 2025 年产能)	9
表 4: 国内已投产 LNG 接收站情况	12
表 5: 国内在建 LNG 接收站情况	12
表 6: 川渝地区煤炭缺口 (万吨)	20
表 7: 公司产品盈利预测 (亿元)	21
表 8: 盈利预测	22
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	22
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)	23
表 11: 绝对估值法-FCFE	23
表 12: 资本成本假设	23
表 13 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	24
表 14: 公司 EBIT 测算 (亿元)	24
表 15: 合理市值测算 (亿元)	24

公司基本情况

发展历程：17年进入项目投产高峰期，20年进入收获期

公司成立于1994年，2000年上市，2002年开始进行产业结构调整，2012年成功转型为专业化的能源开发上市公司。公司立足于新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，确立了以能源产业为经营中心、资源获取与转换为方向的产业发展格局，是国内目前唯一一家同时具有煤、油、气三种资源的民营企业。

图1：公司发展历程

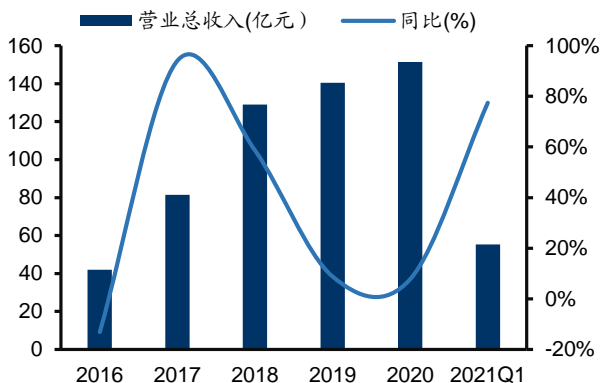


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利结构：天然气占主导，周期回暖下大宗品盈利复苏

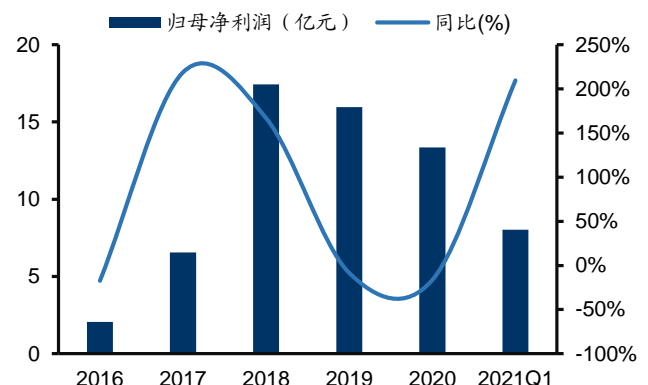
2016-2020年公司营收CAGR为29.24%，同期归母净利润CAGR为45.34%。2018-2020年公司归母净利下降主要由于大宗商品周期下行，公司甲醇等产品盈利有所下滑。2021年，大宗商品价格持续回暖，21H1公司净利润预计13.5-14亿元，同比增长109.22%到116.97%，盈利能力大幅改善。

图2：营业收入及增速（亿元，%）



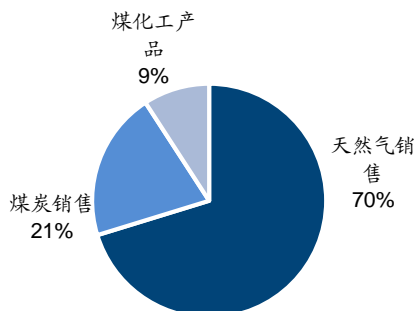
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



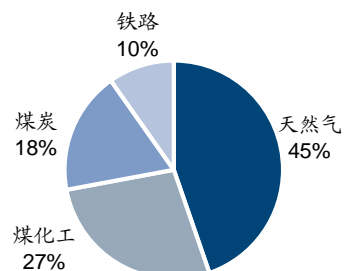
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2020 年公司毛利结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：2021 年合理状态下 EBIT 结构



资料来源：国信证券经济研究所预测

现有产能：天然气为核心，煤化工和煤炭均衡发展

天然气板块：

- 1) 吉木乃 5 亿方 LNG 液厂。
- 2) 哈密煤化工副产 6 亿方天然气。
- 3) 启东 LNG 接收站，当前 300 万吨产能，2022 年扩建 5#罐，未来增加 6#7#罐，2025 年扩至 1000 万吨。

煤化工板块：

- 1) 哈密煤化工生产 120 万吨甲醇。
- 2) 煤炭清洁炼化 90 万吨煤焦油，新疆信汇峡清洁能源有限公司投资建设的 60 万吨/年煤焦油加氢项目已于 2020 年 12 月投产。
- 3) 40 万吨荒煤气制乙二醇预计下半年建成投产。

煤炭板块：

- 1) 白石湖煤矿 800 万吨产能。20 年收购的马朗煤矿 1500 万吨逐步达产。
- 2) 清洁炼化项目 500 万吨提质煤。

石油板块：

斋桑油气田和安徽光大合作开发，逐步减亏至盈利。

表 1: 广汇能源产能情况

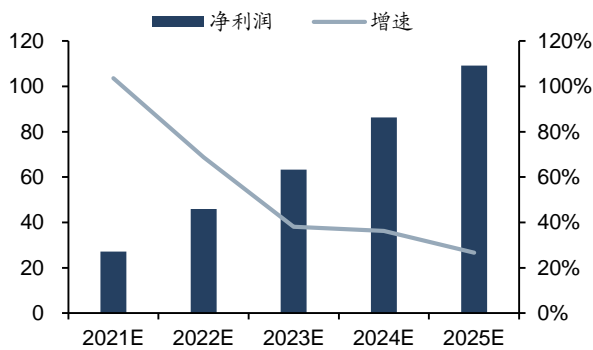
	2021 年产能	2025 年产能预期	原料来源
天然气			
吉木乃 (亿方)	5	5	哈萨克斯坦斋桑油气田
哈密 (亿方)	6	6	自有煤矿
启东 (万吨)	300	1000	进口 LNG
煤化工			
甲醇 (万吨)	120	120	自有煤矿
煤焦油 (万吨)	90	90	自有煤矿
乙二醇 (万吨)		40	煤化工
粗柴油 (万吨)		60	煤化工
煤炭			
自产 (万吨)	800	3500	自有煤矿
提质煤 (万吨)	500	500	煤化工
铁路			
煤炭运量 (万吨)	1700	6000	自有煤矿、第三方煤矿

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长性: 21-25 年 CAGR=36%

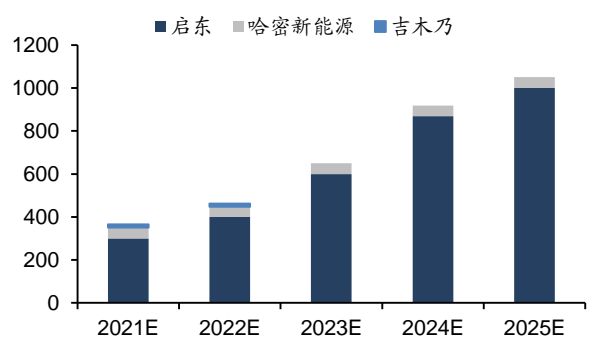
假设条件: 大宗品价格中低位维持稳定, 项目进度符合预期。

图 6: 21-25 年公司利润逐步增长 (亿元, %)



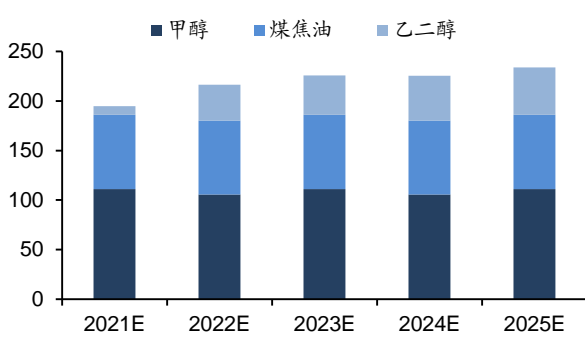
资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 7: 21-25 年公司 LNG 销量 (万吨)



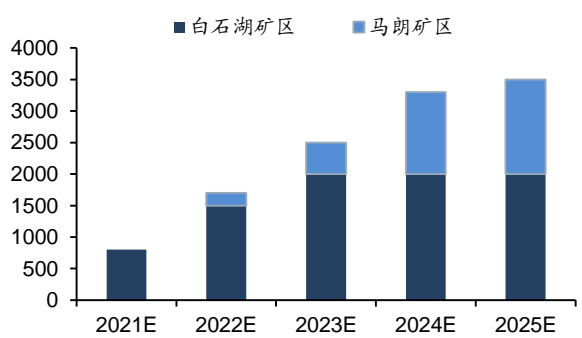
资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 8: 21-25 年公司主要化工品销量 (万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 9: 21-25 年煤炭产量 (万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所预测

价格弹性：利润弹性大，随产能增长波动逐渐降低

LNG:

新疆 LNG 按 9 亿方测算，价格变动 1 元/方，对应业绩变动 6.2 亿。启东贸易量 200 万吨，价差变动 100 元/吨，业绩变动 1.4 亿。

煤化工:

甲醇 108 万吨，价格变动 100 元/吨，业绩变动 0.7 亿；煤焦油 90 万吨，价格变动 100 元/吨，业绩变动 0.6 亿。

煤炭&铁路:

煤炭 1700 万吨，价格变动 10 元/吨，业绩变动 1.1 亿；铁路运量每提升 100 万吨，业绩提升 0.4 亿。

表 2: 广汇能源业绩弹性测算（按照 2021 年产能）

	悲观情形	中性情形	乐观情形
LNG			
新疆价差（元/方）	0.7	0.9	1.1
进口价差（元/吨）	600	900	1200
煤化工			
甲醇价格（元/吨）	1600	1800	2000
煤焦油价格（元/吨）	1700	2000	2300
煤炭			
疆内价格（元/吨）	140	160	180
疆外价格（元/吨）	430	450	470
铁路			
铁路运量（万吨）	1500	1700	1900
估算净利润（亿元）	16	27.5	39

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3: 广汇能源业绩弹性测算（按照 2025 年产能）

	悲观情形	中性情形	乐观情形
LNG			
新疆价差（元/方）	0.7	0.9	1.1
进口价差（元/吨）	600	900	1200
煤化工			
甲醇价格（元/吨）	1600	1800	2000
煤焦油价格（元/吨）	1700	2000	2300
乙二醇价格（元/吨）	4500	5000	5500
煤炭			
疆内价格（元/吨）	140	160	180
疆外价格（元/吨）	430	450	470
铁路			
铁路运量（万吨）	4500	5200	6000
估算净利润（亿元）	74	100	126

资料来源：

资料来源：国信证券经济研究所预测

天然气板块基本面分析

接收站是进口桥梁，具有独特地位

国际天然气贸易需要先将气态天然气进行处理后液化成 LNG，通过海运送往全球各地。接收站的作用在于，使得 LNG 运输船到达 LNG 码头后，将运输船上的 LNG 通过装置输送到陆地上进行销售。可见，LNG 接收站在 LNG 贸易中扮演者重要的角色，是连接 LNG 从海上到陆地的不可或缺的桥梁。

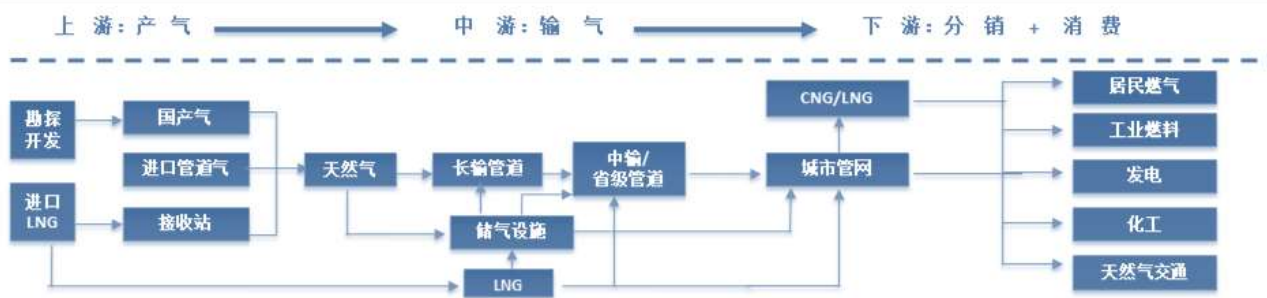
从产业链的角度上看，接收站处于产业链的中上游，通过槽车或管道运输等方式将天然气输送至下游客户。公司目前接收站产能已到达 300 万吨，预计 2025 年将达到 1000 万吨。

图 10: 广汇能源启东接收站鸟瞰图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 11: 天然气产业链



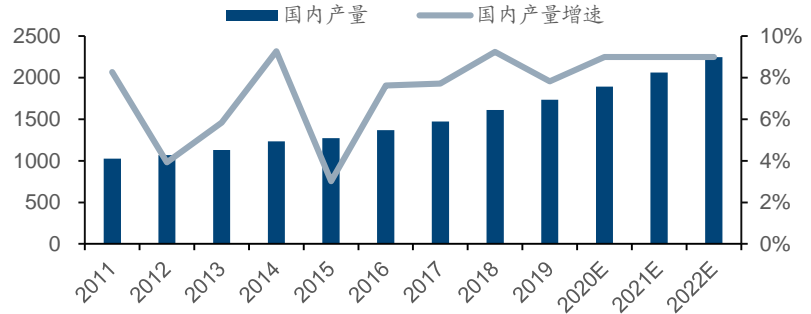
资料来源：国信证券经济研究所整理

进口 LNG 已经成为进口主力，接收站有望维持高负荷运行

目前国内天然气供给主要由三部分构成：国产气、进口管道气、进口 LNG。预计 2020-2025 年，供给能力增长超过 40%，尤以页岩气和煤层气作为增长主力。进口气方面，进口 LNG 随接收站规模提升而进口增速上行；进口管道气也将受俄气东线投产而不断增长。考虑俄气和新投产接收站产能需要爬坡，预计国内天然气实际增速可以维持 8% 左右增长。在此背景下，未来国内接收站高负荷运

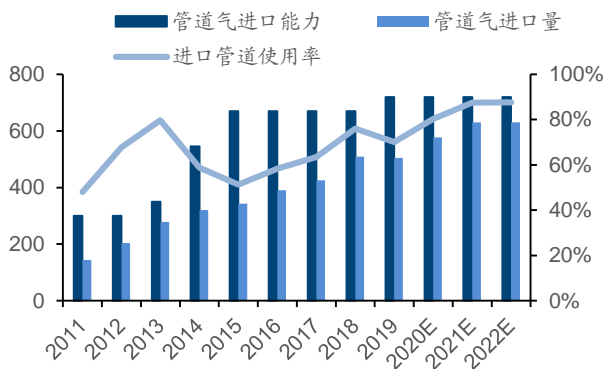
行或是常态。

图 12: 国内天然气产量及增速 (亿方, %)



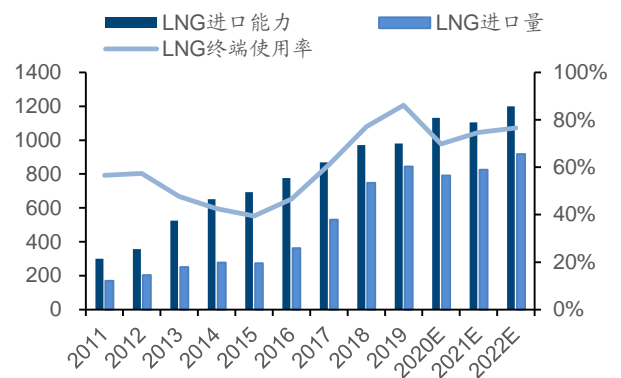
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 管道气进口量与使用率已达上限 (亿方, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 接收站承担气量增长的主力 (亿方, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内 LNG 接收站仍以国企为主, 未来增量有限

目前国内已建成 22 座 LNG 接收站, 在不考虑划转至国家管网公司的情况下, 目前国内除新奥、广汇、深燃、九丰等少数公司已经建有接收站外, 大多数接收站都集中在“三桶油”手中。按照产能划分, 中海油体量最大, 接近总产能一半。虽然之前各家公司有计划新建接收站, 但实际进展不多, 均是以已建成的接收站扩能为主。

表 4: 国内已投产 LNG 接收站情况

状态	项目名称	位置	所属公司	产能 (万吨/年)	投产时间
投产	江苏如东	江苏南通		650	2011
	河北曹妃甸	唐山曹妃甸	中石油	650	2013
	海口 LNG	海南海口		20	2014
	大连 LNG	大连市保税区		600	2017
	山东青岛	青岛市黄岛区		300	2014
	广西北海	北海铁山港	中石化	300	2016
	天津 LNG	天津滨海新区		300	2018
	广东大鹏	深圳大鹏湾		680	2006
	福建 LNG	莆田市秀屿港		630	2008
	浙江宁波	宁波北仑		300	2012
	珠海金湾	珠海市高栏港		350	2013
	天津浮式	天津港南疆	中海油	220	2013
	海南 LNG	海南洋浦		300	2014
	粤东 LNG	广东省揭阳市		200	2017
	深圳 LNG	大鹏新区		400	2018
	广西防城港	防城港东湾		60	2019
	上海 LNG	上海洋山港	中海油、中能	300	2008
	上海五号沟	浦东新区曹路	中能	150	2008
	广汇启东	江苏南通	广汇能源	300	2017
	九丰 LNG	东莞九丰	九丰集团	100	2013
深燃 LNG	深圳大鹏新区	深圳燃气	80	2018	
舟山 LNG	浙江舟山	新奥集团	800	2018	

资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

表 5: 国内在建 LNG 接收站情况

状态	项目名称	位置	所属公司	产能 (万吨/年)
在建	龙口 LNG	烟台龙口		500
	江苏盐城	盐城市滨海县		300
	福建漳州	漳州		300
	粤西 LNG	茂名滨海新区	中海油	300
	河北秦皇岛	秦皇岛		300
	浙江宁波 LNG 二期	宁波北仑		300
	温州 LNG	浙江温州		300
	山东青岛 LNG 二期	青岛市黄岛区	中石化	400
	江苏如东 LNG 三期	江苏南通	中石油	500
	江阴 LNG	江阴市璜土镇	中天能源	100
	潮州华丰	潮州市饶平县	华丰、中天	100
	东营港 LNG	山东东营市	山东海诺港务	300

资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

双碳目标下，进口 LNG 贸易有利可图

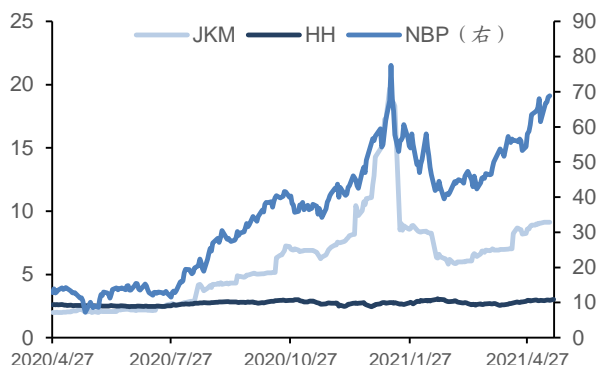
接收站的盈利模式一般分为两个部分：收取接卸费和贸易套利。

对于不同接收站，其接卸费有不同的定价标准，但大多都是固定在某一区间范围内，这是接收站盈利的基础，即便在自身没有贸易套利的情况下，也可通过窗口期对外开放而进行盈利，并且这部分盈利主要根据接收站规模的扩张而不断增长。

贸易套利是赚国内市场价与进口价格的价差，由于 LNG 市场是一个市场化竞争的市场，价格取决于市场供求关系，因此对于国内外价格的判断十分重要。一般而言，国内的进口商与国外资源方都会签订长协或中短期协议，以价格公式的方式使进口成本与国际油价或气价进行挂钩，这样防止进口价格剧烈波动。

在双碳目标下，国内天然气的需求预期会取得更好的增长，尤其在工业和发电领域，天然气对于煤炭的替代、气电调峰需求的增长都将引领国内天然气需求快速增长，因此国内天然气价格中枢有望不断抬升，贸易套利或更加可观。

图 15: 国际天然气价格 (美元/百万英热)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 16: 上海 LNG-进口到岸价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

管网互联互通，保障公司天然气销售

广汇能源控股子公司广汇综合物流与华电江苏公司、南通国投公司、天生港发电公司、聪蔚科技公司，于 2018 年 7 月 5 日签署了投资协议，共同建设启通天然气管线项目。

启通天然气管线项目依托广汇启东 LNG 接收站资源，线路全长 160km (主线 95km, 支线 65km)，主线线路总体呈东南走向；设计输量定位 40 亿方/年，适当考虑预留。除接收广汇启东天然气资源并与中石油西气东输管道连通外，还将与江苏省重点推动的沿海管道相连接，届时可通过沿海管道、启通天然气管道向苏南市场供气，并与中石油南通分输站进行互联。

在 LNG 市场落实方面，公司已经签订四项相关协议：1) 供应年使用天然气量 10.5 亿立方米的南通天生港发电有限公司燃机热电联产项目；2) 年使用天然气量 5 亿立方米江苏华电通州湾天然气分布式能源项目；3) 供气规模为 5 亿方的镇江宏顺煤改气燃机项目；4) 供气规模为 10 亿方的中国石油西气东输管道公司、广汇能源股份有限公司天然气代输合作框架协议。

目前，广汇能源已率先与国内著名央企、中国最大的成品油和石化产品供应商

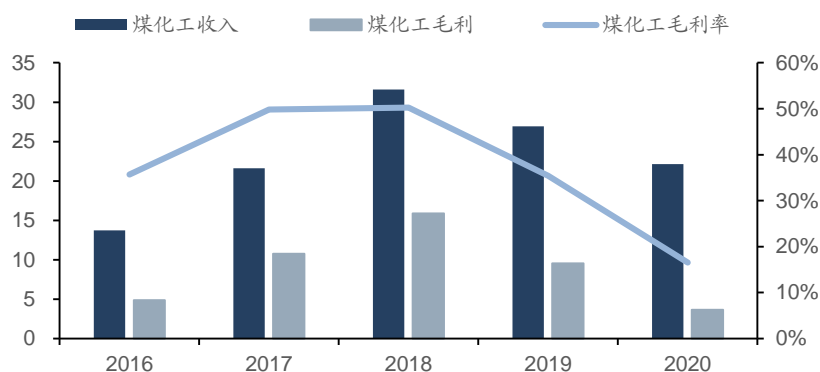
中石化签署为期五年的《合作框架协议》。协议暂定 2021 年合作天然气量合计 12 亿方，现已实现日供气 300 万方/天，未来合作天然气气量将逐年增至 25 亿方，达到启通天然气管线设计 40 亿方年输气能力的 62.5%(具体用量以正式签订的年度合同为准)。通过双方优势整合，充分发挥合作方 LNG 资源、技术优势和地方的区位、协调优势，强化公司南通启东港 LNG 接收站项目具有接收国际贸易气源的窗口优势，高度利用天然气全产业链协同效应，全面布局 LNG 下游市场。

煤化工板块基本面分析

公司煤化工项目概况

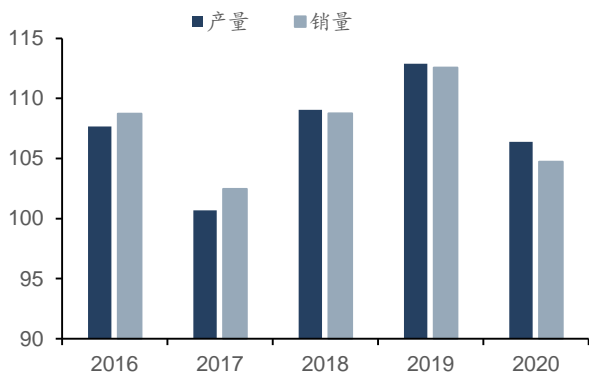
公司目前煤化工装置主要包括：1) 120 万吨煤制甲醇项目；2) 1000 万吨煤炭清洁炼化项目；3) 新疆信汇峡清洁能源有限公司投资建设的 60 万吨/年煤焦油加氢项目已于 2020 年 12 月投产；4) 荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目，预计将在 21 年 9 月底试生产。历史上，公司煤质甲醇项目基本保持稳定的开工率水平，但是煤化工盈利波动较大，主要由于甲醇价格受市场环境波动较大。

图 17: 公司煤化工盈利情况 (亿元, %)



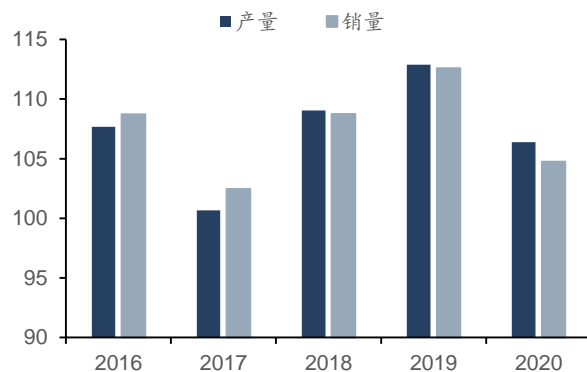
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18: 公司甲醇产销量 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19: 公司煤焦油产销量 (万吨)

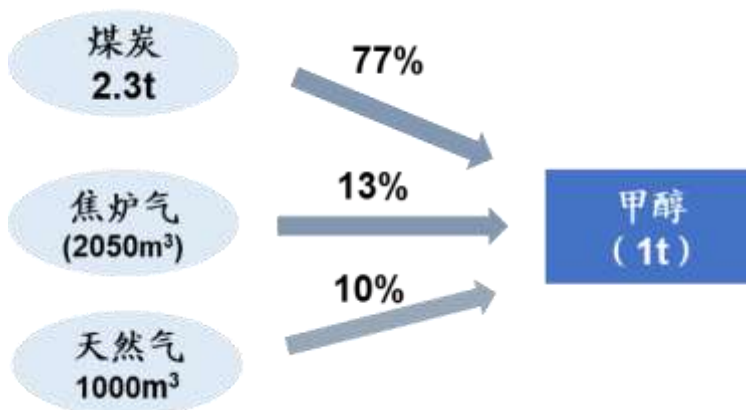


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

甲醇：双碳目标下，煤头产能增长受限

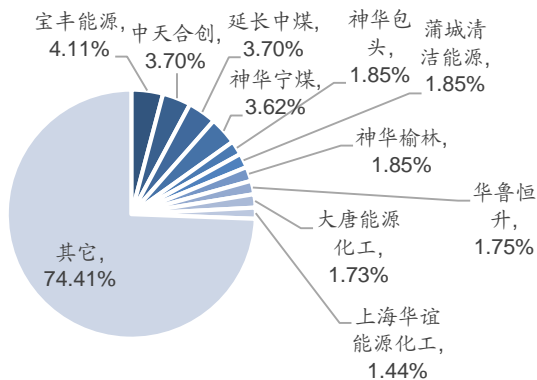
2020 年国内甲醇产能 9236 万吨，同比增长 5%，产量 6717 万吨，同比增长 8%。其中煤制甲醇占比 77%，天然气制甲醇占比 10%，焦炉气占比 13%。2020 年国内新增甲醇产能 424 万吨，大型装置多为聚烯烃配套装置，产能一般内部消化。在双碳政策背景下，国内新建煤化工项目将受到更严格的审批，未来煤制烯烃产能将集中在现有的煤化工巨头之间。

图 20：甲醇的工艺路线



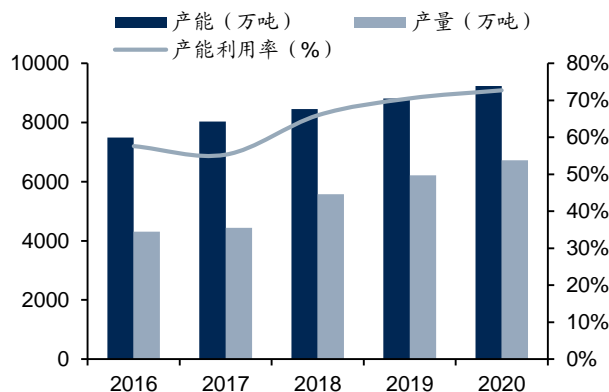
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 21：中国甲醇产能集中度 (%)



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 22：中国甲醇产能、产量及开工率 (万吨, %)



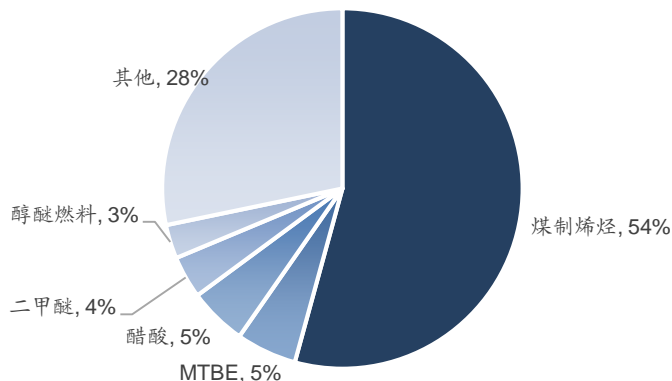
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

甲醇：油价中枢提升，煤制甲醇盈利提升

从需求端看，甲醇下游主要用做 MTO，因此需求受下游乙烯和丙烯影响较大，预计未来两者增速均在 5% 以上，乙烯/丙烯的需求增长将进一步拉动上游 MTO 开工率的提升。

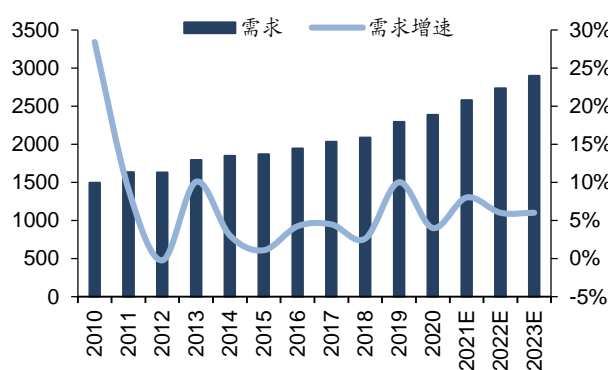
在低油价的背景下，油制烯烃成本优势明显，但近期国际油价中枢提升，导致油制烯烃成本上升，MTO 装置盈利逐渐提升，甲醇价格不断上涨，煤制甲醇盈利有望提升。

图 23: 甲醇下游需求结构 (%)



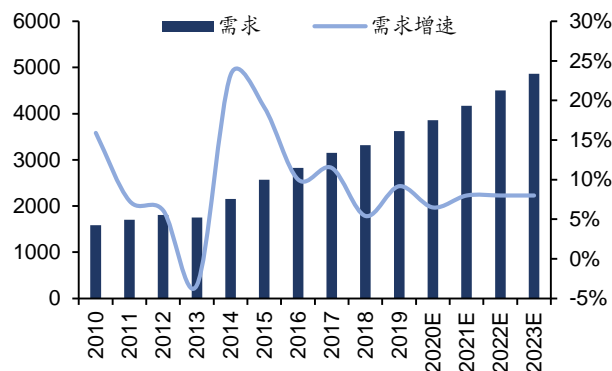
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 24: 乙烯表观需求量及增速 (万吨, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

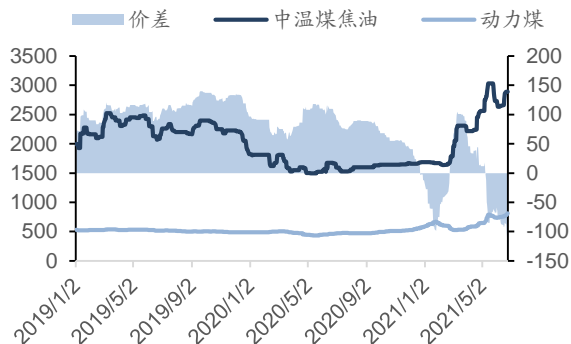
图 25: 丙烯表观需求量及增速 (万吨, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

甲醇、煤焦油盈利与油价和煤价高度相关

图 26: 中温煤焦油价格及价差走势 (元/吨)



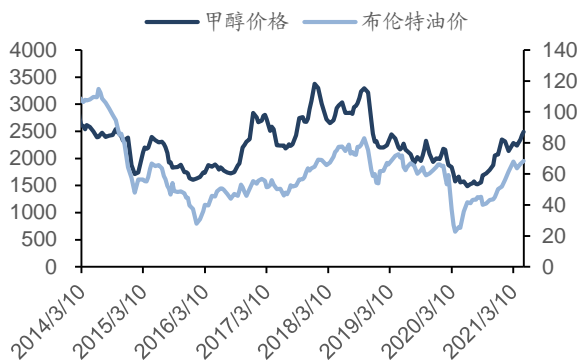
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 甲醇价格及价差走势 (元/吨)



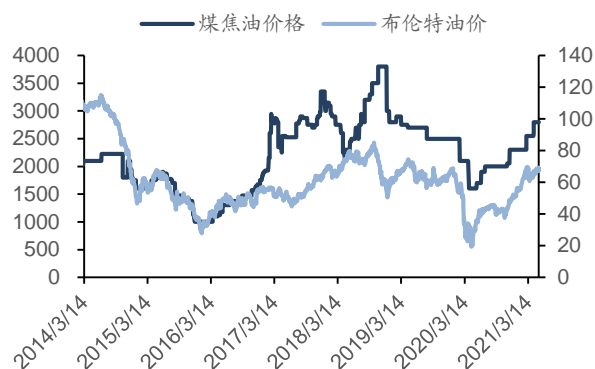
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 甲醇与布伦特价格 (元/吨, 美元/桶)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 煤焦油与布伦特价格 (元/吨, 美元/桶)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新增项目概况

2020 年初,信汇峡公司 60 万吨/年煤焦油加氢项目已完成全部土建及安装工程,制氢装置已引入荒煤气正式投产,产出合格可用的氢气;加氢装置产品已外送合格线。项目生产线全流程打通,一次试开车成功,系统运行平稳,产品品质良好。本项目已于 2020 年 12 月正式投入运行。信汇峡公司 120 万吨/年煤焦油加氢项目是清洁炼化公司煤炭分级提质利用项目的第二阶段产业链延伸,重点在于发挥广汇能源在淖毛湖地区优质的高含油、富含气煤炭资源禀赋,依托广汇清洁炼化项目投产后丰富的煤焦油、荒煤气以及兰炭资源,合理利用工业园区内的公用工程基础条件,引入山东汇东在煤焦油加氢项目运营方面所积累的丰富经验与技术,可最大限度的提高现有资源的综合利用效率。

广汇荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目建设地位于伊吾县淖毛湖工业园区,项目总投资 35.6 亿元,作为国内首套利用荒煤气制乙二醇项目,是荒煤气资源综合利用的开创性工程。项目选用中国五环和华烁科技股份有限公司、鹤壁市宝马(集团)有限公司联合开发的“WHB 合成气制聚酯级乙二醇”第三代技术,通过转化、变换、低温甲醇洗、PSA 吸附分离等一系列工序,将荒煤气中价值较高的合成气组分 H₂、CO 提出,通过羰化、加氢、精制技术生产高端化工品-聚酯级乙二醇。与煤制乙二醇项目相比,采用荒煤气制乙二醇可节约项目建设投资 30%以上,能显著降低乙二醇产品生产成本、提高项目整体盈利能力,不仅符合绿色新发展理念,而且对于促进节能减排、推进生态环境保护有着十分积极的作用。本项目将于 21 年 9 月底试生产。

煤炭&铁路板块基本面分析

公司煤炭板块概况

广汇能源拥有的煤炭资源主要位于新疆吐哈煤田的淖毛湖矿区,分别包括:白石湖矿区、马朗矿区、东部矿区三处矿权。目前根据新疆维吾尔自治区十四五规划:

白石湖矿区:白石湖矿区资源储量 17.73 亿吨,煤炭热值在 5000-5500 大卡。在现有白石湖 800 万吨/年露天煤矿的基础上,规划 2022 年开始逐步扩产改造至 2000 万吨/年,计划建成后所产煤炭主要用于公司煤化工项目自用煤及部分动力煤销售。

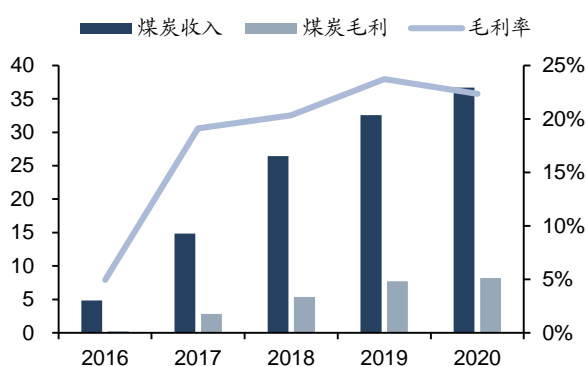
马朗矿区:马朗矿区资源储量 19.49 亿吨,煤炭热值在 6200-6500 大卡。规划

建设马朗 1500 万吨/年露井联合采项目，计划 2020-2021 年完成项目手续办理，2022 年实现 200 万吨/年产能，到 2024 年逐步提升至 1500 万吨。计划建成后所产煤炭全部通过红淖铁路进行外销。

东部矿区：东部矿区资源储量 29.53 亿吨，煤炭热值在 5300-5500 大卡。规划建设 1300 万吨/年东部勘查区露天矿项目。为满足淖毛湖工业园区煤炭转化与深加工产业用煤，计划全部供应哈密北特高压发电输电园区的电力企业使用。

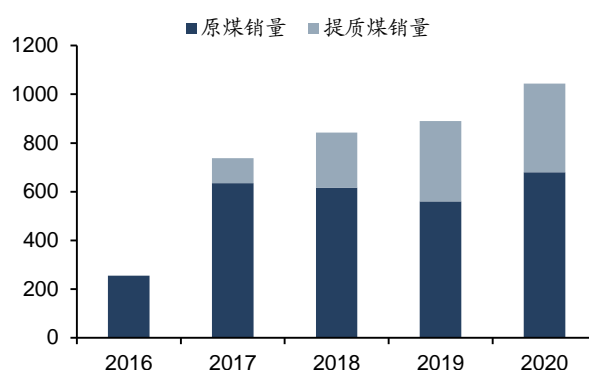
保持增长是公司发展的底线，我们将全力以赴力争 2019 年突破百亿销售。同时，既要把握现在实现量的增长，更要着眼未来完成质的提升，实现量质齐升。践行企业愿景“成为引领烹饪生活变革的世界级百年企业”，朝着做一个让社会尊敬的百年企业之路迈进。

图 30：公司煤炭板块盈利情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 31：公司煤炭销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

红淖铁路助力资源“走出去”

红淖铁路是位于新疆哈密地区，由红柳河至淖毛湖及淖毛湖矿区铁路组成，铁路全长 435.5 公里，总投资 108.68 亿元，于 2012 年 3 月开工兴建，建设历时 8 年，于 2019 年 1 月 1 日开通试运营。自开通运营以来，货运量持续攀升，逐步成为新疆铁路货运增量的主要支撑点之一。目前新疆维吾尔自治区正在推进将淖铁路建设，线路东端自红淖铁路白石湖南站引出，形成出疆北部新通道。将淖线线路正线长度 432 公里，项目预计 2023 年通车试运行。将淖铁路与红淖铁路接轨后，与乌将线、临哈线共同构成新疆北部又一条出疆新通道，可满足准东、三塘湖、淖毛湖矿区煤炭外运的需要，发挥路网干线的作用，也将为红淖铁路带来可观的运输增量。

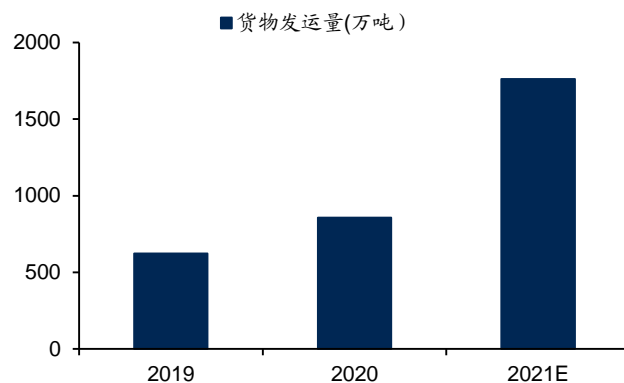
自 2020 年 11 月 30 日起，红淖铁路项目“红柳河站-淖毛湖站（含货场）-白石湖东站段”实现投产转固，项目由红淖铁路公司负责建设及经营管理，2020 年底与乌鲁木齐铁路局签订《2021 年战略合作协议》，计划在 2021 年实现 1762 万吨的发运量目标。

图 32: 红淖铁路平面示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司铁路货物发运量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

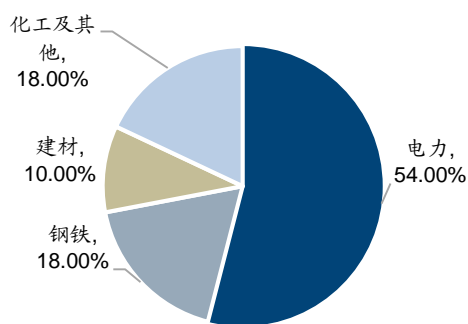
煤炭: 能源清洁化大势所趋, 比重将不断下降

煤炭行业的下游需求主要集中在电力(约占 54%)、钢铁(约占 18%)和建材行业(约占 10%), 其余主要为民用煤和煤化工等其他行业。

近年来随着可再生能源的发展, 煤炭在一次能源的消费比重逐年下降, 2020 年约为 55%, 再创新低, 但中国“富煤少气贫油”的资源结构决定了煤炭在中国能源消费中的重要地位。从中期看, 煤炭在中国一次能源的消费比重不低于 50%, 仍将保持基础能源地位。从长期看, 能源清洁化是大势所趋, 煤炭在中国一次能源的消费比重将长期处于下降趋势。

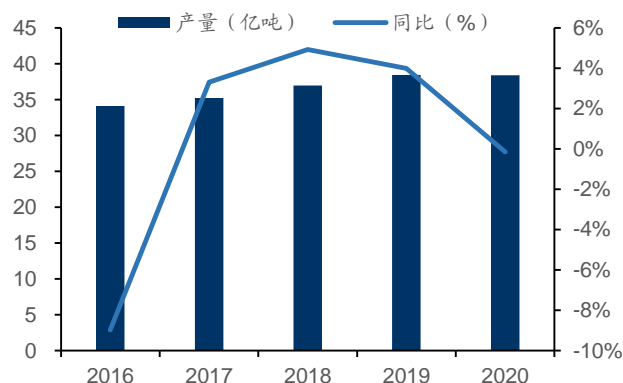
2016 - 2020 年我国原煤产量呈波动增长态势, 2020 年我国原煤产量为 38.4 亿吨, 同比基本持平。

图 34: 煤炭下游应用



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 35: 国内原煤产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

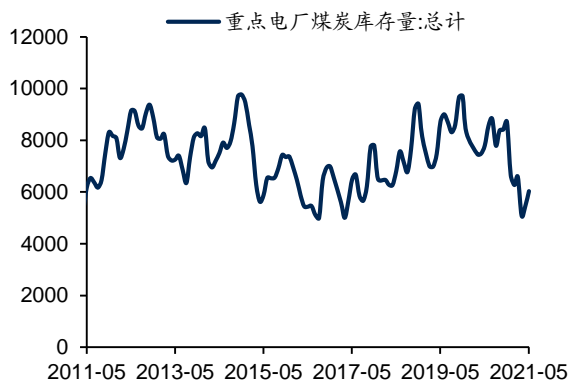
煤炭: 双碳目标下, 动力煤价格有望维持高位

自 2016 年煤炭行业供给侧改革实施以来, 全国煤炭行业累计退出落后产能超过 9.0 亿吨/年, 2018 年已提前两年完成“十三五”制定的去产能目标。2019 年煤炭行业组织实施年产 30 万吨以下煤矿分类处置, 关闭退出落后煤矿超过 450 处; 2020 年煤炭行业进一步强调结构性去产能, 加快退出低效无效及落后产能的同时, 优化存量资源配置, 发展优质先进产能。

随着“碳中和、碳达峰”战略的推出, 动力煤产地安全环保检查严格, 产地煤源紧张, 而且由于行业整顿可能呈现常态化, 减产限产可能会持续影响市场, 对煤

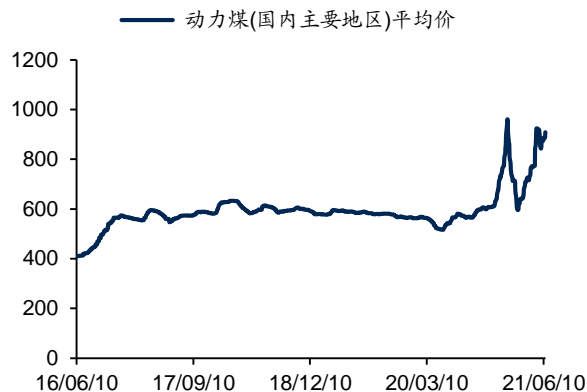
炭价格产生持续支撑。需求端水泥、化工等企业需求旺盛，社会用电强劲，2021Q1 全口径发电量 1.9 万亿千瓦时，同比+19%，火电同比增速达到 21%，电煤消费量依旧可观。目前电厂日耗处于高位，库存处于低位，动力煤价格有望维持高位，预计 2021 年煤价将中枢上升。

图 36: 主要电厂煤炭库存量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 动力煤价格走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在建项目概况

2019 年 12 月，广汇能源控股子公司伊吾广汇矿业有限公司与新疆富蕴广汇新能源有限公司签署《探矿权转让合同》。经双方协商后达成一致，伊吾矿业公司本次收购富蕴新能源公司所转让的新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿并详查探矿权，确定转让价格为 35.38 亿元。

马朗一号煤矿煤层埋藏较浅，开采成本低，保有资源储量 19.49 亿吨，未来将采取露井联采方式，规划开采规模为 1,500 万吨/年，煤质特征为低灰分、高~特高挥发分、特低硫、特低磷、中~高热值的煤，发热量高达 6200 大卡以上，有害元素含量相对较低，是优质的火力发电和煤化工用煤，未来产品具备较强的市场竞争力。

公司马朗煤矿投产后，预计将主要依靠红淖铁路输送至川渝地区进行消纳。目前来看，川渝地区的当地煤炭消费仍存在一定缺口，主要依靠外省煤炭进行补充，因此公司煤炭产品存在消纳空间。

表 6: 川渝地区煤炭缺口 (万吨)

	四川煤炭消费量	四川原煤产量	重庆煤炭消费量	重庆原煤产量	四川煤炭缺口	重庆煤炭缺口	总缺口
2015	9,288.90	6355.5	6,047.19	3,425.20	2,933.39	2,621.99	5,555.38
2016	8,869.49	6076.2	5,674.37	2,419.70	2,793.29	3,254.67	6,047.96
2017	7,855.88	4659.9	5,646.68	1,172.10	3,195.98	4,474.58	7,670.56
2018	7,495.78	3516.3	5,129.52	1,187.00	3,979.48	3,942.52	7,922.00
2019	7,713.47	3296.4	5,022.94	1,150.80	4,417.07	3,872.14	8,289.21
2020	7,500.00	2158.3	4,800.00	939.40	5,341.70	3,860.60	9,202.30

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设条件

1. 天然气板块:

启东接收站 21-25 年周转量逐步增长，毛利率维持相对稳定。

吉木乃和哈密 LNG 液厂产销量和毛利率都维持稳定。

2.煤化工板块:

煤制甲醇产量和利润维持相对稳定。

煤炭清洁炼化开工率逐步提升，二期和荒煤气制乙二醇项目于 22 年开始逐步贡献收益。

3.煤炭板块:

产量随着马朗煤矿的开发而逐步增长，毛利率维持相对稳定。

4.铁路板块:

业绩随铁路运量的提升而逐步增长，运输单价维持稳定。

表 7: 公司产品盈利预测 (亿元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
天然气					
营业收入	112	134	181	252	286
营业成本	82	97	136	193	220
毛利	30	37	45	59	66
毛利率	28%	28%	25%	23%	23%
煤化工					
营业收入	44	61	68	68	68
营业成本	21	28	30	30	30
毛利	23	33	39	39	39
毛利率	53%	54%	57%	57%	57%
煤炭					
营业收入	57	71	78	99	104
营业成本	42	51	56	68	71
毛利	16	20	23	31	33
毛利率	27%	28%	29%	31%	32%
铁路					
营业收入	13	17	23	35	44
营业成本	4	5	7	11	13
毛利	8	11	15	25	31
毛利率	65%	68%	69%	70%	70%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们看好公司产能不断投放带来的业绩增长, 预计公司 2021/2022/2023 年营业收入达到 226.19/268.66/337.39 亿元, 同比增速分别为 49%/19%/26%, 对应的 2021/2022/2023 年公司归母净利润分别为 26.27/35.14/47.23 亿元, 同比增速 97%/34%/34%。

表 8: 盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,134	22,175	28,005	35,000	45,630	50,772
(+/-%)	7.8%	46.5%	26.3%	25.0%	30.4%	11.3%
净利润(百万元)	1336	2532	4316	5694	7700	8901
(+/-%)	-16.3%	89.5%	70.5%	31.9%	35.2%	15.6%
每股收益(元)	0.20	0.37	0.64	0.84	1.14	1.32
EBIT Margin	21.3%	20.1%	22.7%	22.5%	22.1%	22.4%
净资产收益率(ROE)	8.0%	13.6%	20.0%	22.3%	24.9%	23.9%
市盈率(PE)	17.4	9.2	5.4	4.1	3.0	2.6
EV/EBITDA	12.7	8.3	6.3	5.6	4.8	4.2
市净率(PB)	1.38	1.25	1.08	0.91	0.75	0.62

资料来源: 国信证券经济研究所预测

业绩敏感性测算

大宗品价格是影响公司业绩的重要因素, 由于公司涉及大宗品众多, 我们倾向采用乐观、中性、悲观下的不同情景来测算公司对于价格的业绩敏感性。

表 9: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	14,042	15,134	22,994	27,526	34,920
(+/-%)	8.8%	7.8%	51.9%	19.7%	26.9%
净利润(百万元)	1,597	1336	3425	4510	6062
(+/-%)	-8.4%	-16.3%	156.3%	31.7%	34.4%
摊薄 EPS	0.24	0.20	0.51	0.67	0.90
中性预测					
营业收入(百万元)	14,042	15,134	22,619	26,866	33,739
(+/-%)	8.8%	7.8%	49.5%	18.8%	25.6%
净利润(百万元)	1,597	1336	2627	3514	4723
(+/-%)	-8.4%	-16.3%	96.6%	33.8%	34.4%
摊薄 EPS(元)	0.24	0.20	0.39	0.52	0.70
悲观预测					
营业收入(百万元)	14,042	15,134	22,245	26,212	32,583
(+/-%)	8.8%	7.8%	47.0%	17.8%	24.3%
净利润(百万元)	1,597	1336	1853	2561	3463
(+/-%)	-8.4%	-16.3%	38.6%	38.2%	35.2%
摊薄 EPS	0.24	0.20	0.27	0.38	0.51
总股本(百万股)	6754	6754	6754	6754	6754

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值及投资建议

绝对估值

假设条件：从公司角度出发，前期投产项目进入收获期叠加大宗商品价格回暖，公司产品的产量和毛利率将会有所提升，并且在接收站不断扩张、铁路运量不断提升以及煤炭产量提升等因素带动下，我们预期公司收入和利润水平都将获得较快成长。另外公司费用率和分红情况也将保持稳定。

我们通过 FCFE 绝对估值法对广汇能源进行估值。绝对估值法得到公司合理估值为 5.89 元，估值区间为 5.67-6.13 元。

表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	8.8%	7.8%	49.5%	18.8%	25.6%	30.9%	11.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本/销售收入	68.3%	71.8%	71.1%	70.7%	70.9%	71.4%	70.9%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
管理费用/销售收入	3.0%	3.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
销售费用/销售收入	2.3%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
营业税及附加/营业收入	1.8%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
所得税税率	18.1%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比率	116.8%	82.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	60.0%	60.0%	60.0%	75.0%	90.0%

资料来源:

表 11: 绝对估值法-FCFE

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
FCFF	5035.0	3869.7	6964.3	7568.5	6087.9	12715.7	14811.8	15747.3	16687.9	17573.1	
(利息费用 - 利息收入)*(1-t)	-1314.7	-1289.0	-1269.2	-1232.1	-1203.2	-1175.1	-1128.4	-1068.7	-1016.6	-987.7	
长期贷款的 增加(减少)	-230.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0	
循环贷款的 增加(减少)	-26.5	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	
FCFE	3463.8	2880.7	5995.1	6636.4	5184.7	11840.5	13983.4	14978.5	15971.4	16885.3	85,973.9
PV(FCFE)	2,838.4	1,934.4	3,298.9	2,992.5	1,915.8	3,585.2	3,469.6	3,045.5	2,661.0	2,305.4	11,738.1
股票价值	39,784.6										
每股价值	5.89										

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.0786	T	25.00%
无风险利率	3.00%	Ka	13.79%
股票风险溢价	10.00%	有杠杆 Beta	1.90
公司股价 (人民币)	3.31	Ke	22.03%
发行在外股数 (百万)	6754	E/(D+E)	49.52%
股票市值 (E, 百万人民币)	22356	D/(D+E)	50.48%
债务总额 (D, 百万人民币)	22791	WACC	13.56%
Kd	7.00%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 13 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		21.6%	21.8%	22.03%	22.2%	22.4%
永续增长率变化	2.6%	6.13	6.04	5.95	5.87	5.79
	2.4%	6.11	6.02	5.93	5.85	5.77
	2.2%	6.08	6.00	5.91	5.83	5.75
	2.0%	6.06	5.97	5.89	5.81	5.73
	1.8%	6.04	5.95	5.87	5.79	5.71
	1.6%	6.02	5.93	5.85	5.77	5.69
	1.4%	6.00	5.91	5.83	5.75	5.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相对估值

由于公司未来成长性很强，但作为周期股而言，其业绩波动性也很高，因此我们更加倾向于采用相对估值法来测算其合理价值。

由于公司涉及的板块较多，因此我们倾向于采用分板块估值的方法，按照每个板块相对合理估值来测算其合理市值水平，得到公司 21-25 年的合理市值水平为 261/395/565/840/992 亿元。因为公司属于周期成长股，若给与 21 年整体 11 倍的估值水平，市值目标 280 亿左右，因此我们判断公司 21 年目标市值在 260-280 亿之间，对应目标价在 3.86-4.15 元。

表 14: 公司 EBIT 测算（亿元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
启东	20.38	26.95	37.32	51.68	58.60
LNG	5.32	5.32	3.39	3.39	3.39
甲醇	12.04	12.04	12.04	12.04	12.04
煤炭	10.87	13.69	15.83	21.53	22.95
铁路	5.85	7.87	10.84	17.31	21.77
清洁炼化	4.34	6.07	8.67	8.67	8.67
清洁炼化二期		1.43	1.92	1.92	1.92
乙二醇		4.83	6.32	6.32	6.32
油田	-5	-2	0	2	4
合计	53.80	76.20	96.33	124.87	139.67

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 15: 合理市值测算（亿元）

	合理 PE	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
接收站码头	15	108	155	265	434	526
LNG 贸易	8	23	40	44	48	50
LNG 生产	10	26	30	21	23	24
煤化工	10	81	112	140	153	159
煤炭	8	43	63	78	116	129
铁路	10	29	45	67	117	153
合理市值（亿元）		261	395	565	840	992

资料来源：：国信证券经济研究所预测

投资建议

我们认为公司将在未来展现良好的成长性，启东接收站每年周转规模的稳定扩张，以及在手煤化工、煤矿的稳定达产，都将带动公司业绩的不断增长。并且在现有在手投产后，大型资本开支均以结束，公司开始进入资本回收期，未来有望加大分红比例，给投资者带来更好的回报。

预计 21-23 年公司归母净利润分别达到 26.27/35.14/47.23 亿元，EPS 分别为 0.39/0.52/0.70 元/股。

采用分步估值法，得到公司 21-25 年的合理市值水平为 261/395/565/840/992 亿元。因为公司属于周期成长股，若给与 21 年整体 11 倍的估值水平，市值目标 280 亿左右，因此我们判断公司 21 年目标市值在 260-280 亿之间，对应目标价在 3.86-4.15 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用的是相对估值法来确定公司的合理市值，参考的是合理状态下的行业平均估值，但是该估值水平也是在不断变化之中，尤其周期行业的估值随景气周期的变化波动较大，因此可能与实际状况存在一定偏差，仅是测算在行业合理状态下的合理市值。

盈利预测风险

能源大宗商品价格下跌。公司主要产品皆是大宗周期品，因此产品价格的变化是影响业绩的关键因素之一，如果大宗商品价格下行，则公司业绩将受到损失，造成实际业绩不达预期。

公司铁路项目是未来业绩的重要增量，铁路运量是影响业绩的关键指标之一，由于铁路运量并不能完全由公司控制，受终端市场需求以及相关部门的批示影响较大，如果铁路运量不达预期，则实际业绩将不达预期。

公司未来增长核心逻辑之一是在建项目按期达产，但是受许多外在因素的影响，实际项目进度可能存在滞后等情况，如果这种情况出现，则对业绩增长将形成拖累，导致实际业绩不达预期。

公司未来即便产能投放进度符合预期，但是实际终端需求情况的变化也会影响项目的开工率水平，可能导致的结果是产能投放符合预期，而实际产量并不能很好的投放出来，导致业绩不达预期。

政策风险

公司所处行业是受政策影响比较强的行业，尤其是近几年的双碳政策下，行业不确定性在加大，可能出现新增项目由于受到政策管制有所滞后而不达预期的情况。

经营风险

公司作为化工公司，其生产并不能保证不会出现安全事故，不仅是存量装置的运营，新装置的运营可能存在安全事故风险。

公司新产品投放过程也可能导致费用的增加，如果新产品投放不顺利，可能会增加费用来打开渠道，对业绩有一定负面影响。

市场风险

公司产品受下游需求影响较大，如果油价上涨太高，可能会导致下游的抵触情绪，导致公司产品价格向下游传导受阻，对利润形成不利影响。

财务风险

公司整体财务成本、财务费用较大，并且应收账款较大，有可能出现坏账风险进而影响现金流和利润。

其他风险

公司可转债前期未成功发行，可能在融资上存在不确定性。

公司高管层近几年有较大变化，可能存在经营方针变动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3946	7264	8694	13236	营业收入	15134	22619	26866	33739
应收款项	1443	2169	2576	3235	营业成本	10871	16074	18986	23929
存货净额	1214	1515	1814	2449	营业税金及附加	222	452	537	675
其他流动资产	820	1427	1591	1985	销售费用	290	452	591	742
流动资产合计	7878	12830	15130	21360	管理费用	525	1091	1282	1591
固定资产	34953	34860	34364	33646	财务费用	1051	1749	1716	1695
无形资产及其他	1816	1745	1673	1601	投资收益	(117)	140	180	180
投资性房地产	8343	8343	8343	8343	资产减值及公允价值变动	(203)	0	0	0
长期股权投资	1130	1330	1530	1730	其他收入	(210)	0	0	0
资产总计	54120	59108	61039	66680	营业利润	1645	2941	3934	5287
短期借款及交易性金融负债	12027	12000	12500	13000	营业外净收支	(67)	0	0	0
应付款项	7773	9938	8782	8583	利润总额	1578	2941	3934	5287
其他流动负债	3584	4823	5152	7385	所得税费用	468	735	983	1322
流动负债合计	23384	26762	26434	28968	少数股东损益	(226)	(421)	(564)	(758)
长期借款及应付债券	11021	10791	10591	10391	归属于母公司净利润	1336	2627	3514	4723
其他长期负债	2473	2473	2473	2473					
长期负债合计	13494	13264	13064	12864					
负债合计	36878	40026	39498	41832					
少数股东权益	446	446	446	446					
股东权益	16797	18636	21096	24402					
负债和股东权益总计	54120	59108	61039	66680					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1336	2627	3514	4723
资产减值准备	(239)	2	0	(0)
折旧摊销	1507	3164	3569	3791
公允价值变动损失	203	0	0	0
财务费用	1051	1749	1716	1695
营运资本变动	1609	1773	(1698)	347
其它	199	(2)	(0)	0
经营活动现金流	4616	7564	5384	8861
资本开支	(3116)	(3001)	(3001)	(3001)
其它投资现金流	133	0	0	0
投资活动现金流	(3455)	(3201)	(3201)	(3201)
权益性融资	19	0	0	0
负债净变化	3271	(230)	(200)	(200)
支付股利、利息	(1099)	(788)	(1054)	(1417)
其它融资现金流	(4043)	(27)	500	500
融资活动现金流	321	(1045)	(754)	(1117)
现金净变动	1481	3318	1429	4543
货币资金的期初余额	2465	3946	7264	8694
货币资金的期末余额	3946	7264	8694	13236
企业自由现金流	2270	5348	2971	6238
权益自由现金流	1499	3780	1985	5267

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.20	0.39	0.52	0.70
每股红利	0.16	0.12	0.16	0.21
每股净资产	2.49	2.76	3.12	3.61
ROIC	6%	9%	11%	14%
ROE	8%	14%	17%	19%
毛利率	28%	29%	29%	29%
EBIT Margin	21%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	31%	34%	34%	31%
收入增长	8%	49%	19%	26%
净利润增长率	-16%	97%	34%	34%
资产负债率	69%	68%	65%	63%
息率	5.0%	3.6%	4.8%	6.4%
P/E	16.5	8.4	6.3	4.7
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.5	8.1	6.8	6.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032