



Research and
Development Center

墨路潜行十年磨剑终得报，吐气扬煤千亿广汇露峥嵘

—广汇能源(600256)深度报告

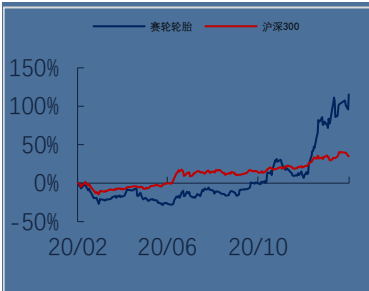
2021年8月1日

张燕生 化工行业首席分析师
S1500517050001
+86 10 83326847
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
S1500520080002
+86 10 83326848
hongyingdong@cindasc.com

证券研究报告
墨路潜行十年磨剑终得报，吐气扬煤千亿广汇露峥嵘
公司研究

2021年8月1日

公司深度报告
本期内容提要：
广汇能源(600256)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	4.02
52周内股价波动区间(元)	2.41-4.02
最近一月涨跌幅(%)	22.9
总股本(亿股)	30.64
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	272

资料来源：信达证券研发中心

◆**天然气业务占比超50%，区位优势构筑核心竞争力。**公司天然气销售业务规模不断扩大，毛利稳定。天然气销售业务收入不断增长，2020年天然气销售业务收入83.4亿元，比2016年增长了61亿，涨幅达到278%。天然气销售业务收入比例近十年基本逐年增大，从2004年的0.64%增长到2011年的28.69%再到2020年的55.12%，近五年维持在52%左右，同时有小幅增长。天然气销售业务毛利率稳定在34%左右。2021年，公司启东LNG接收站目前周转能力达到每年300万吨，未来公司规划在2022年扩大到每年500万吨，2025年扩大到每年1000万吨，周转能力将持续增强。同时启东LNG接收站由于区位优势、单位投资小、灵活的采购价格带来的低成本优势、并入国家西气东输管网等因素，盈利能力强，单吨LNG利润可观。

◆**煤化工：因地制宜，综合利用的典范。**煤化工板块以自有煤矿为原料，充分结合煤质的特点，进行煤的加工利用，过程中的副产品又可作为原料进行再次利用，实现了煤炭的综合利用。从煤化工的市场表现来看，甲醇、LNG以及其他副产品产量稳定，收入规模在2018、2019年已经达到54亿的规模，除了在2020年疫情影响的极端油价环境下利润受到影响，公司煤化工板块利润稳定。未来随着公司进一步利用煤化工复产的荒煤气生产乙二醇，对于煤炭的组分进一步充分利用，煤化工盈利能力有望进一步提升。

◆**煤炭：红淖铁路正式运营增强外输能力。**公司煤炭销售量在过去几年不断增长，2020年达到1000万吨。2021年以来，随着新疆地区的煤炭价格大幅上涨，煤炭板块利润也大幅提升。2020年底，公司收购马朗煤矿，进一步提升公司的煤炭储量，预计到2025年，马朗煤矿将再贡献1500万吨煤炭增量。且马朗煤矿为露天煤矿，且相较于公司现有煤矿热值更高，盈利能力更强。未来随着红淖铁路运力的发挥，煤炭覆盖范围进一步拓宽，公司将迎来煤炭收入量价齐升的阶段。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年营业收入分别达到218.58、2472.1、309.61亿元，同比增长47.17%、22.17%、13.79%，归属母公司股东的净利润分别为29.13、38.08、46.21亿元，同比增长118%、30.7%、21.36%，2021-2023年摊薄EPS分别达到0.43元，0.56元和0.68元。对应2021年的PE为9倍，按照同业公司平均水平的10倍PE来估值，则公司有望市值突破千亿，**维持“买入”评级。**

◆**风险因素：**1、天然气价格大幅波动的风险
2、哈萨克斯坦项目推进不及预期的风险

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	14,042	15,134	22,272	27,210	30,961
增长率 YoY %	8.81%	7.78%	47.17%	22.17%	13.79%
归属母公司净利润 (百万元)	1,597	1,336	2,913	3,808	4,621
增长率 YoY%	-8.43%	-16.31%	118.02%	30.70%	21.36%
毛利率%	31.72%	28.17%	31.93%	31.70%	32.28%
净资产收益率 ROE%	10.27%	8.16%	15.96%	17.62%	17.89%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.20	0.43	0.56	0.68
市盈率 P/E(倍)	17	20	9	7	6
市净率 P/B(倍)	1.70	1.62	1.38	1.15	0.96

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 07 月 30 日收盘价

目录

投资聚焦.....	5
墨路潜行十年磨剑终得报.....	6
天然气业务占比超 50%，区位优势构筑核心竞争力.....	7
煤化工：因地制宜，综合利用的典范.....	19
煤炭：红淖铁路正式运营增强外输能力.....	22
2025：千万吨周转量，剑指千亿.....	26
投资评级.....	27
风险因素.....	28

表目录

表 1：广汇能源天然气产销量.....	10
表 2：启东 LNG 周转能力.....	12
表 3：启东 LNG 分销业务.....	12
表 2：国内 LNG 接收站统计.....	13
表 4：煤炭资源储备量.....	22
表 5：盈利预测.....	27

图目录

图 1：广汇能源过去 10 年收入和扣非归母净利润（亿元）.....	6
图 2：广汇能源过去 10 年现金流量（亿元）.....	6
图 3：广汇能源 2019/2020 年各业务毛利占比.....	7
图 4：中国天然气平衡表.....	8
图 5：中国天然气供应结构.....	8
图 6：中国进口天然气数量（万吨）和结构.....	9
图 7：广汇能源天然气销售业务收入（万元）和毛利率（%）.....	9
图 8：广汇能源天然气板块产业链.....	10
图 9：启东 LNG 产销量（万吨）.....	11
图 10：启东 LNG 分销业务净利润和单吨利润.....	11
图 11：WTI 原油（美元/桶）和天然气价格指数（元/吨）.....	11
图 12：中国 LNG 市场价（元/吨）及到岸价（美元/百万英热）.....	11
图 13：启东 LNG 年周转量（万吨）.....	12
图 14：国际油价趋势图（美元/桶）.....	14
图 15：2018 年部分省市天然气消费量（亿立方米）.....	15
图 16：国内 LNG 接收站分布图.....	16
图 17：西气东输工程管线走向示意图.....	16
图 18：LNG 接收站各部分成本占比（%）.....	17
图 19：吉木乃工厂净利润（万元）.....	18
图 20：自产天然气产量（万方）及同比增速.....	18
图 21：哈密淖毛湖基地产业链.....	19
图 22：1000 万吨煤炭分级提质清洁炼化项目运行时间轴.....	19
图 23：1000 万吨煤炭分级提质清洁炼化生产工艺.....	20
图 24：哈密新能源公司产量（万吨）及盈利情况（亿元）.....	20
图 25：新疆甲醇市场价（元/吨）.....	21
图 26：煤炭板块销量.....	22
图 27：煤炭板块盈利能力.....	23
图 28：新疆哈密地区动力煤坑口价（元/吨）.....	23
图 29：红淖铁路地理位置.....	24
图 30：公司 2025 年盈利展望（亿元）.....	26

投资聚焦

西部煤化工东部拓展：市场普遍认为公司为传统的西部煤化工企业，但是从公司业务来看，公司逐渐聚焦天然气业务，天然气业务占比已超 50%。未来随着启东 LNG 接收站的扩建，启东接收站 LNG 周转能力将从 2020 年的每年 300 万吨提升到 2022 年的 500 万吨、2025 年的 1000 万吨，周转能力将得到进一步提升，届时天然气业务占比将更上一层楼。

LNG 接收站盈利能力强，不同于传统贸易：在公司的天然气业务中，LNG 接收站外购天然气占比逐步提升。与传统的贸易业务不同，公司天然气业务发展稳定且利润可观。天然气销售业务毛利率近五年稳定在 34% 左右，这主要得益于公司 LNG 接收站在华东地区的巨大区位优势以及极低的单位投资带来的优势，且 LNG 接收站准入门槛高，未来新建不管是从政策壁垒、地理位置壁垒还是从资金壁垒上都较高，因此公司 LNG 接收站将长期保持较高竞争力。

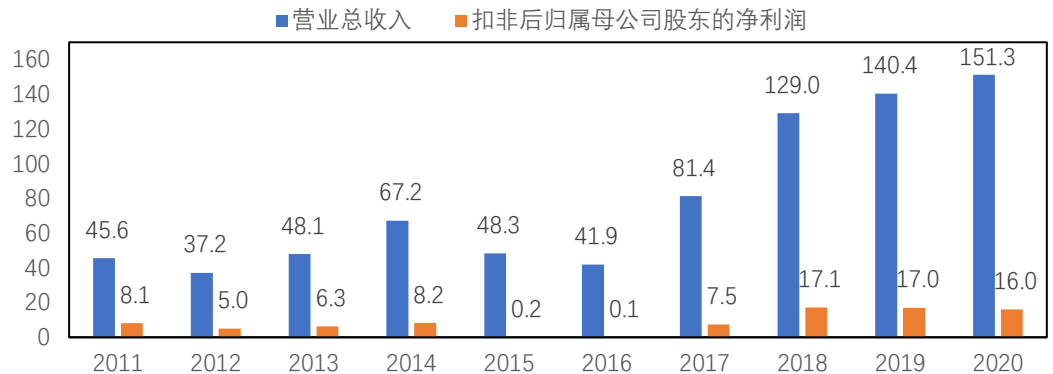
多项目进入成长收获期。公司在 18-19 年投产的煤炭清洁炼化项目、红淖铁路项目等逐步开始盈利，其中红淖三铁路公司 2020 年营业收入增长了 6333 万元，同比增长 2117%。公司 2020 年底收购马朗煤矿，马朗煤矿预计到 2025 年将贡献 1500 万吨的优质动力煤销量。这些项目投产后逐渐开始盈利，为公司业绩增长做出贡献。

墨路潜行十年磨剑终得报

广汇能源是一家在 A 股市场上关注度不高的能源上市公司，核心在于其过去的盈利能力确实平平，利润周期性波动又很大。

2017 年之前广汇能源的收入起伏不定，在 2014 年之后持续下滑，利润也是大幅缩水。并且在 2017 年以前每年的投资活动净现金流大于微薄的经营活动净现金流，不能为股东创造价值，只能靠融资支撑运转。

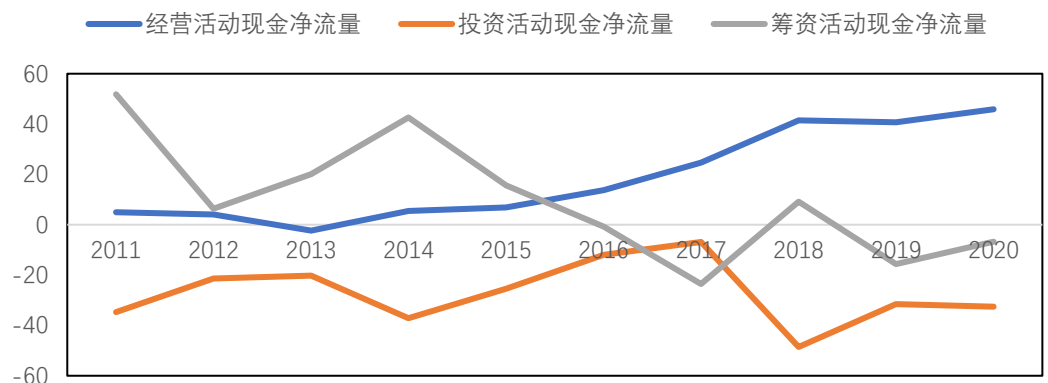
图 1：广汇能源过去 10 年收入和扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

但实际上，2017 年之后，公司前期投资的各个天然气、煤炭、煤化工项目逐步落地兑现，收入出现稳步增长趋势，2018、2019、2020 年扣非归母净利润都稳定在 17 亿元左右，这已经是相当难得，因为众所周知这几年是周期性行业下行的几年，并且在 2020 年受到了新冠肺炎疫情的影响。到了顺周期的 2021 年公司上半年的归母净利润甚至就超过了 2020 年全年利润。在现金流方面，2017 年之后经营活动现金流也大幅增长，完全能够覆盖投资活动现金流，实现公司的内生滚动发展，为股东创造价值。

图 2：广汇能源过去 10 年现金流量（亿元）



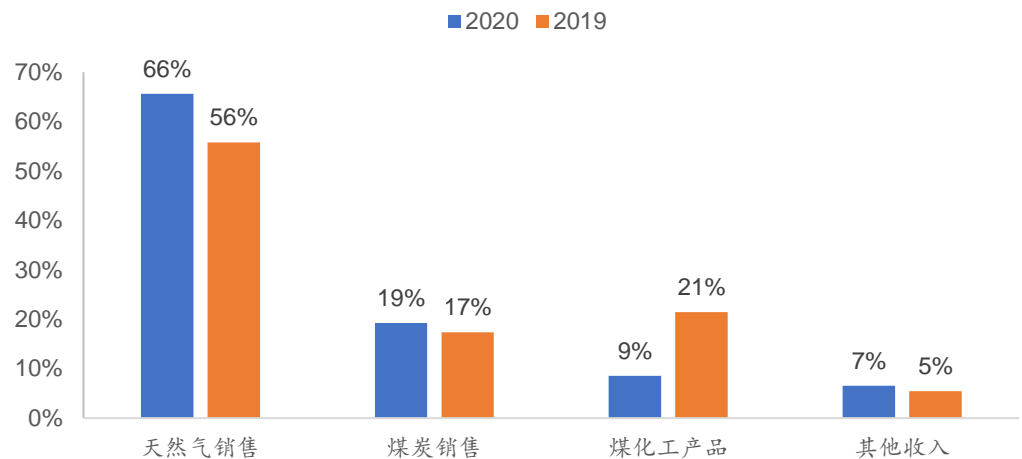
资料来源：wind，信达证券研发中心

广汇能源主要有两个业务，一是天然气业务，二是煤炭和煤化工业务，下面就沿着这两条线索挖掘这个以往被低估的能源公司。

天然气业务占比超 50%，区位优势构筑核心竞争力

公司是目前国内唯一一家同时拥有煤、气、油三种资源的民营企业，依托淖毛湖地区煤矿、哈萨克斯坦桑油气田、启东 LNG 接收站等建立起了天然气、煤化工、煤炭等几大业务板块。2020 年公司业务收入比例中，天然气销售占比达到 55.12%，煤炭销售业务占比达到 24.24%，煤化工产品占比 14.61%。天然气销售收入已连续六年超 50%，2020 年天然气业务毛利占比达到 66%，天然气业务成为公司盈利重要动力。

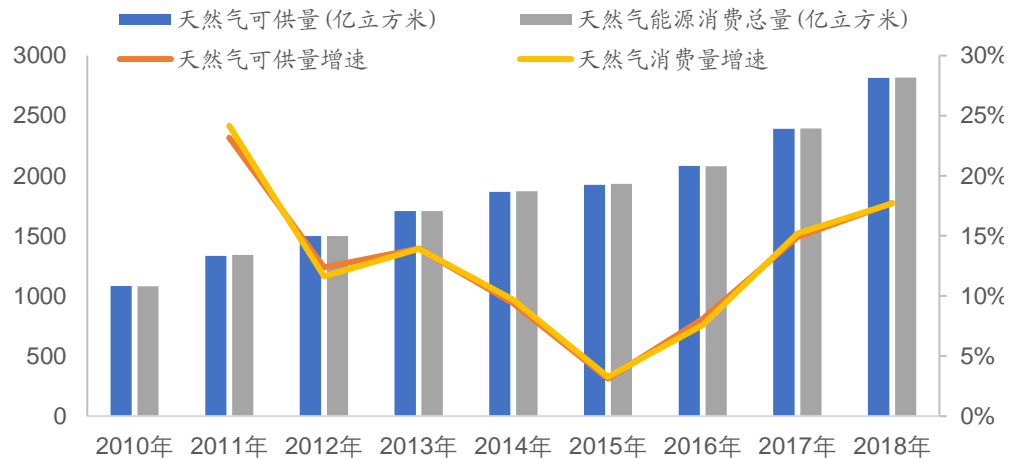
图 3：广汇能源 2019/2020 年各业务毛利占比



资料来源：wind，信达证券研发中心

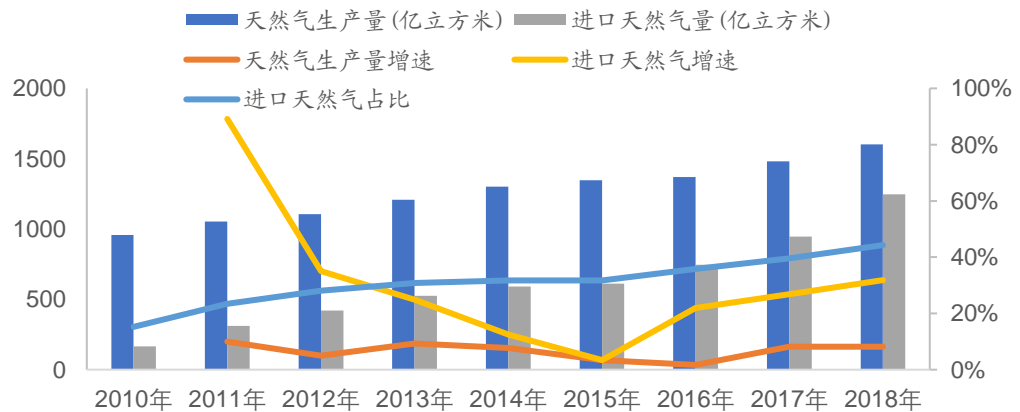
公司的主营业务中天然气板块占比逐渐突出，天然气行业受到国家政策和国内供需的影响前景可观。天然气是优质、清洁、高效的能源，近年来在国家环保政策始终偏紧和国内“煤改气”转型持续推进的情况下，国内天然气市场长期快速增长。国家为了实现 2030 年碳排放达到峰值、2060 年前实现碳中和的目标，大力推行天然气的使用并构建清洁低碳、智慧高效、经济安全的能源体系，国内天然气市场潜力巨大。2020 年中国天然气消费规模较 2011 年增长约 142%，较 2015 年增长约 66%，“十三五”以来中国天然气消费量年均增长超过 200 亿立方米。2020 年天然气占能源消费总量的 8.4%，比重逐年增长，天然气逐渐成为中国主体能源之一。

随着我国天然气消费量逐渐攀升，我国天然气近年总体呈现供需紧张的状态。国家统计局公布的天然气平衡差额（天然气可供量-天然气消费总量）近年数次出现负值，天然气可供量与消费总量总体呈现咬合紧追的态势。

图 4：中国天然气平衡表


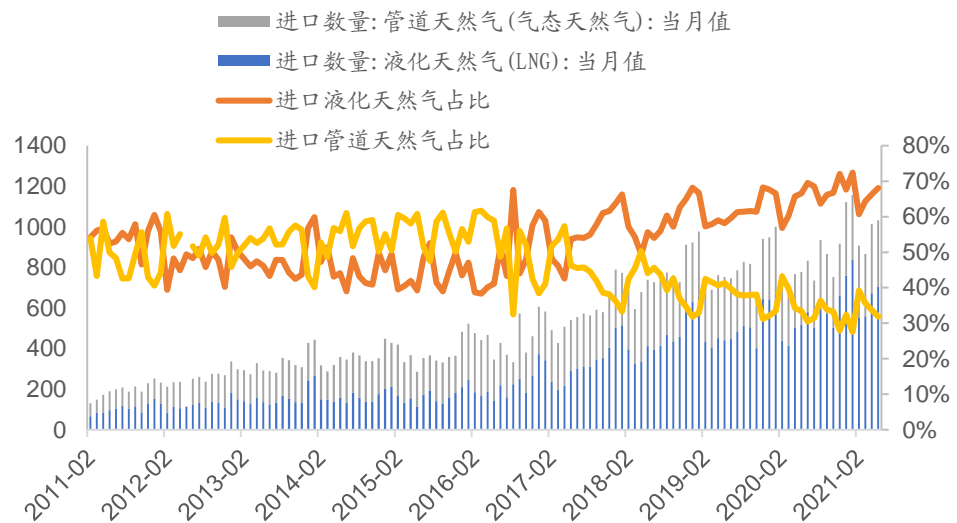
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

从我国天然气供应结构来看，供应高度依赖进口，自产天然气增速缓慢。我国天然气消费总量增速近年达到 17% 的水平，而供应结构中，自产天然气生产量增速仅 8% 左右，远不及消费量增速。我国自产天然气增速有限，主要受制于我国“富煤缺油少气”的能源国情。为了实现天然气供需大体平衡，我国高度依赖进口天然气，进口天然气占比持续增高，增速十分明显。2018 年，我国进口天然气在可供量中占比达到 44.29%，增速达到 31.81%，远超自产天然气产量和增速。

图 5：中国天然气供应结构


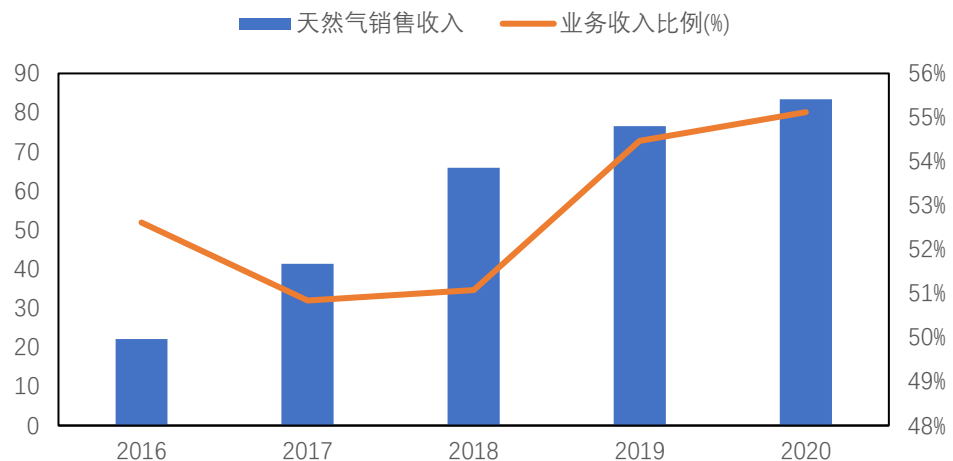
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

进口天然气有两种渠道，一种是通过管道运输的管道天然气，另一种是通过海运，利用 LNG 接收站进行接收、储存和分输的液化天然气。2011 年至 2018 年，管道天然气和液化天然气占比基本相当，2018 年以后，进口液化天然气占比逐渐升高。2020 年上半年我国管道气进口 240.48 亿立方米，占进口总量的 35.33%，液化天然气进口 440.25 亿立方米，占进口总量的 64.67%。进口液化气占比增多与我国 LNG 接收站的加速建设和海气的价格优势有关。

图 6：中国进口天然气数量（万吨）和结构


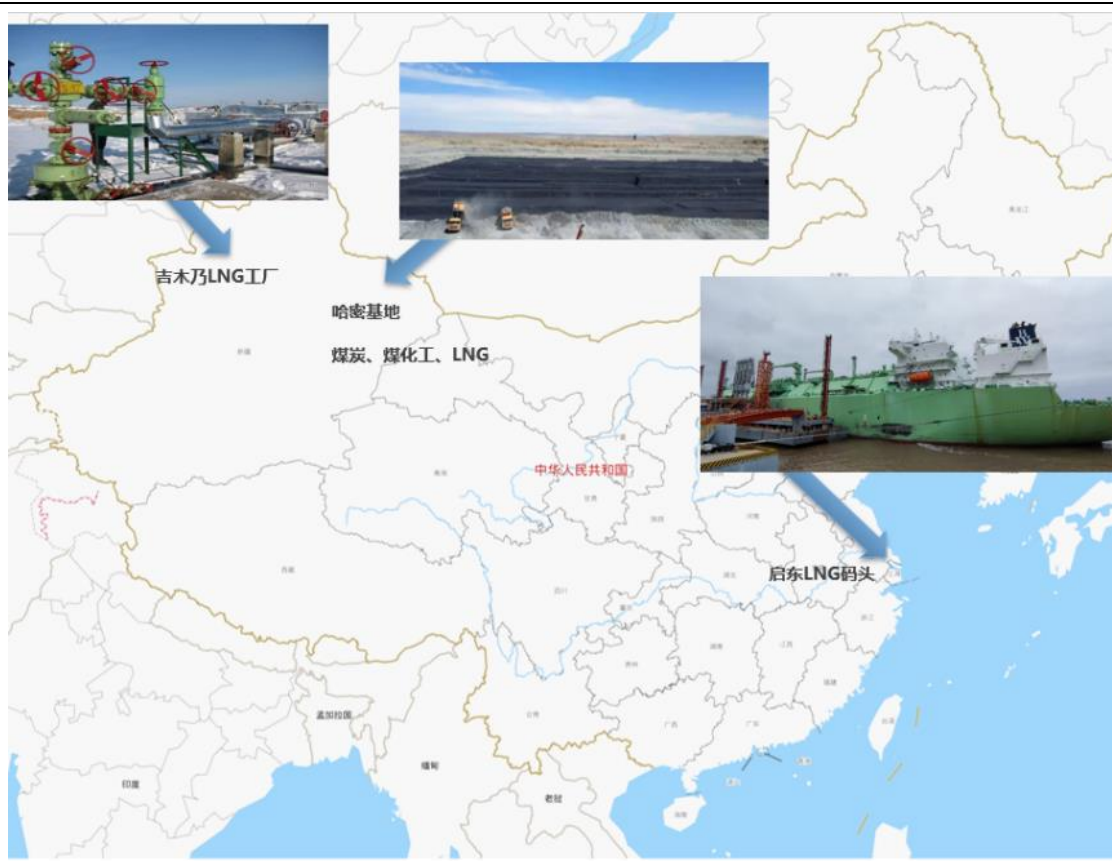
资料来源：wind，信达证券研发中心

从公司的天然气板块来看，近年来公司天然气销售业务规模不断扩大，毛利率较稳定。2020 年天然气销售业务收入 83.4 亿元，比 2016 年增长了 61 亿，涨幅达到 278%。天然气销售业务收入比例近十年基本逐年增大，从 2004 年的 0.64% 增长到 2011 年的 28.69% 再到 2020 年的 55.12%，近五年维持在 52% 左右，同时有小幅增长。天然气销售业务毛利率稳定在 34% 左右。

图 7：广汇能源天然气销售业务收入（万元）和毛利率（%）


资料来源：wind，信达证券研发中心

拆分来看公司天然气业务，业务模式可以分为两种，一种是贸易气，另一种是自产气。2020 年，贸易气也就是外购天然气的销量已占天然气总销量的 75%，贸易气逐渐取代自产气成为天然气业务的主要动力。

图 8: 广汇能源天然气板块产业链


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

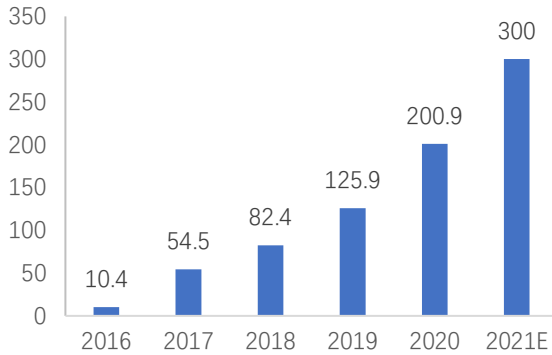
2016-2020 年, 公司自产气稳定在 10 亿方/年, 而外购气则从 1.4 亿方大幅增加至 2020 年的 28 亿方, 外购气的增加主要来自于公司启东 LNG 接收站的投产和不断扩建有关。

表 1: 广汇能源天然气产销量

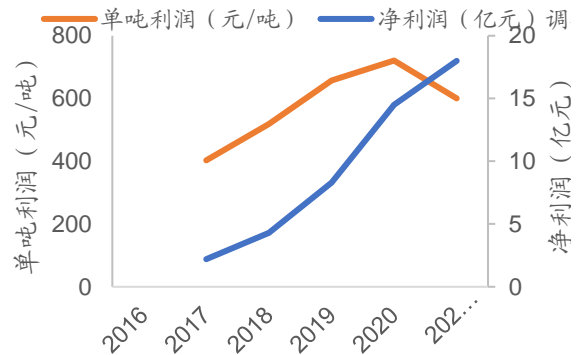
	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
产量 (万方)	92,723.23	112,491.87	118,882.41	108,270.62	108,920.58
1、吉木乃工厂	23,903.21	42,085.44	48,877.77	47,061.90	43,870.55
2、哈密新能源工厂	68,820.02	70,406.43	70,004.64	61,208.72	65,050.03
销量 (万方):	373,411.26	290,933.93	234,525.42	184,624.37	122,652.42
其中: 1、自产	92,135.55	112,203.10	119,120.87	108,270.62	108,038.71
2、外购	281,275.71	178,730.83	115,404.55	76,353.75	14,613.71

资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

公司外购天然气销量不断拔高, 盈利规模和能力大幅增长。2016 至 2020 年, 外购天然气销量从 1.5 亿方增长到 28 亿方, 经测算, 贸易气净利润从 2017 年的 2.2 亿元增长到 2020 年的 14.5 亿元, 增长了 559%。同时, 贸易气单吨利润也在不断增长, 2020 年单吨利润达 721 元, 同比 2019 年增长 10%, 同比 2017 年增长 79%。

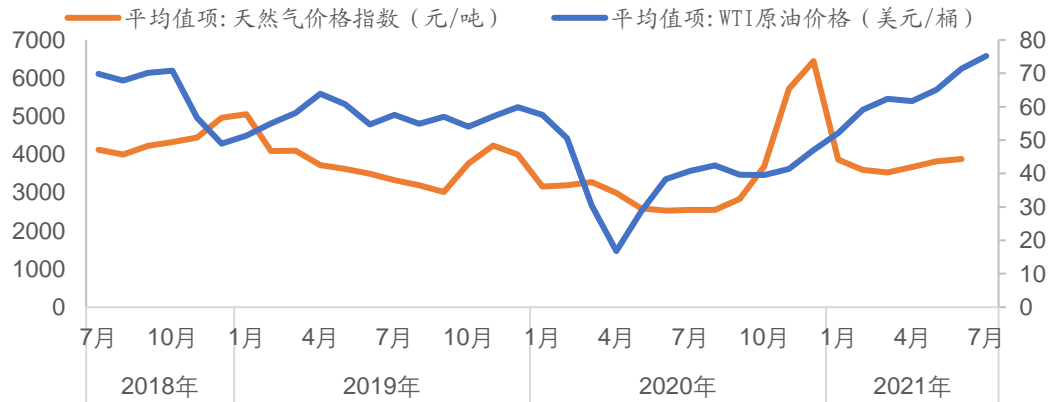
图 9：启东 LNG 产销量（万吨）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：启东 LNG 分销业务净利润和单吨利润


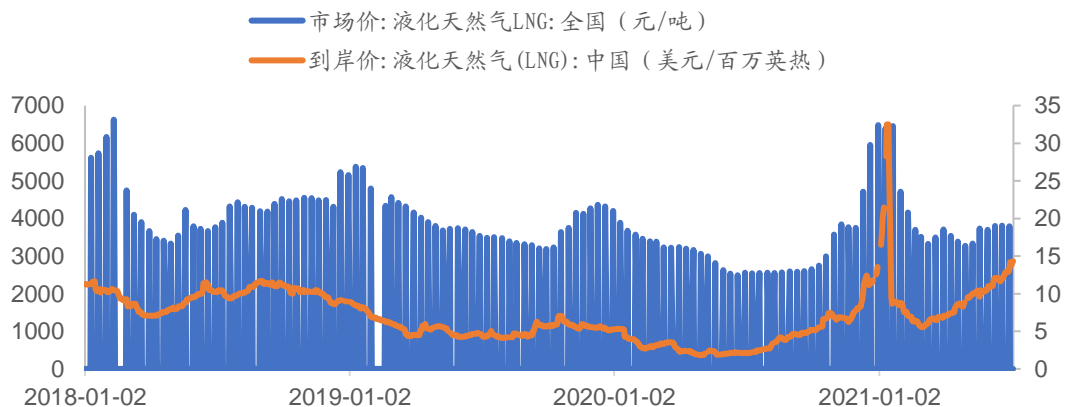
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

需要强调的是，公司 LNG 贸易业务盈利能力的提升，并不来自于天然价格的提升。公司贸易气从海外购入，在启东 LNG 接收站实现周转，销往江苏等地。贸易气的盈利来自进销差价，所以不受国际原油价格和天然气价格波动的影响。

图 11：WTI 原油（美元/桶）和天然气价格指数（元/吨）


资料来源：wind，百川盈孚，信达证券研发中心

而从我国天然气出厂价和 LNG 到岸价的价差来看，除了由于天然气消费的显著淡旺季导致的季节性波动以外，整体而言，进销差年度波动相对较小。

图 12：中国 LNG 市场价（元/吨）及到岸价（美元/百万英热）


资料来源：wind，信达证券研发中心

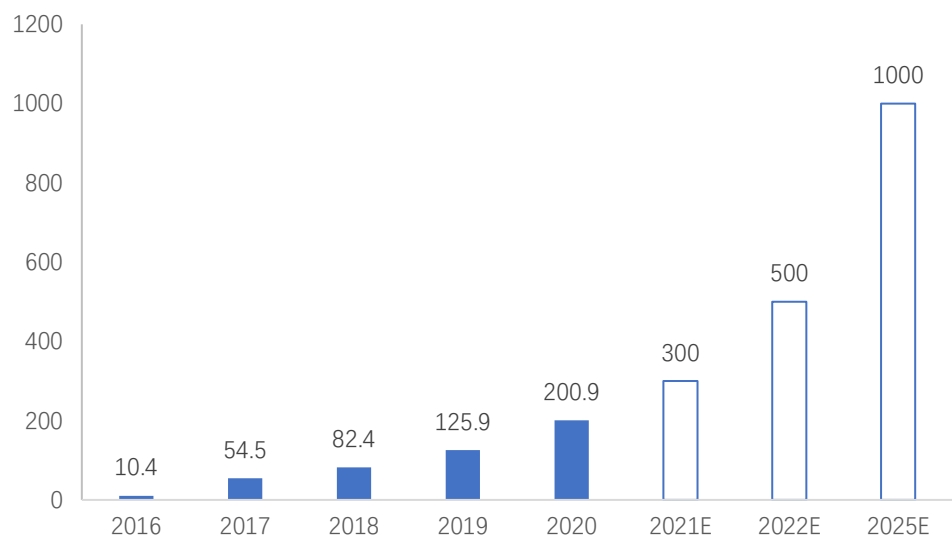
启东 LNG 接收站储量和周转能力的提升得益于不断增加的储罐和其他配套设施。公司作为中国最早探索 LNG 项目的民营企业之一，2015 年租用大连 LNG 接收站首次实现 LNG 进口业务。2017 年启东 LNG 接收站的一期项目的两座 5 万方储罐投产，设计周转量达到 60 万吨。2020 年 11 月 4#16 万立方米储罐投入试运行，公司总罐容达到 42 万方，周转能力达到每年 300 万吨。公司的 5#20 万立方米储罐已经得到江苏发展和改革委员会核准，预计投资 6.46 亿元，到 2022 年投产，届时公司储罐总罐容将达到 62 万方，周转能力达到每年 500 万吨。根据公司规划，到 2025 年还将会有两个 20 万立方米储罐投产，届时公司周转能力将达到每年 1000 万吨，实现大幅提升。

表 2: 启东 LNG 周转能力

	新增储罐 (万方)	总罐容 (万方)	投产时间	设计周转量 (万吨)	投资额 (亿元)
一期	2*5	10	2017 年 6 月	60	15.82
二期	16	26	2018 年 11 月	115	7.44
三期	16	42	2020 年 11 月	300	6.74
四期	20	62	2022 年	500	6.46
规划	2*20	102	2025 年	1000	

资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 启东 LNG 年周转量 (万吨)



资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

在进销差整体保持稳定的情况下, 公司启东 LNG 分销业务单吨利润自 2017 年以来不断上升, 主要得益于公司启东 LNG 接收站的周转量上升带来的规模效应。2020 年公司在全球受到新冠肺炎疫情影响导致的油价暴跌情况下, LNG 贸易业务单吨利润达到 721 元/吨的高点, 一方面得益于公司启东 LNG 接收站的周转能力大幅提升, 另一方面也得益于海外天然气价格随着油价暴跌, 尽管国内天然气价格也有所下降, 但跌幅小于海外天然气从而导致价差扩大。

表 3: 启东 LNG 分销业务

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
产销量 (万方)	14614	76354	115405	176308	281276	
产销量 (万吨)	10.4	54.5	82.4	125.9	200.9	300
净利润 (亿元)		1.2	2.3	5.3	14.5	
净利润 (亿元) 调整		2.2	4.3	8.3	14.5	18
单吨利润 (元/吨)		403	519	657	721	600

资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

我们认为，公司天然气业务毛利率的稳定，其核心就来自于公司启东 LNG 接收站的盈利稳定，并不受到化工大宗商品价格波动的影响。而且公司启东 LNG 接收站盈利能显著强于一般的贸易业务，我们认为主要有以下四个方面原因：

第一，单位投资额小，定价灵活成本低。根据目前已投产的 22 座 LNG 来看，公司的启东接收站和九丰接收站是单位投资最低的两座接收站。22 座接收站的平均投资为 2200 万元/万吨周转量，根据公司规划至 2025 年的 1000 万吨周转量测算，公司单位投资仅为 600 万元/万吨，而且随着公司后续周转能力的进一步上上升，单位投资额将进一步下降，相较于其他接收站的优势进一步突出。

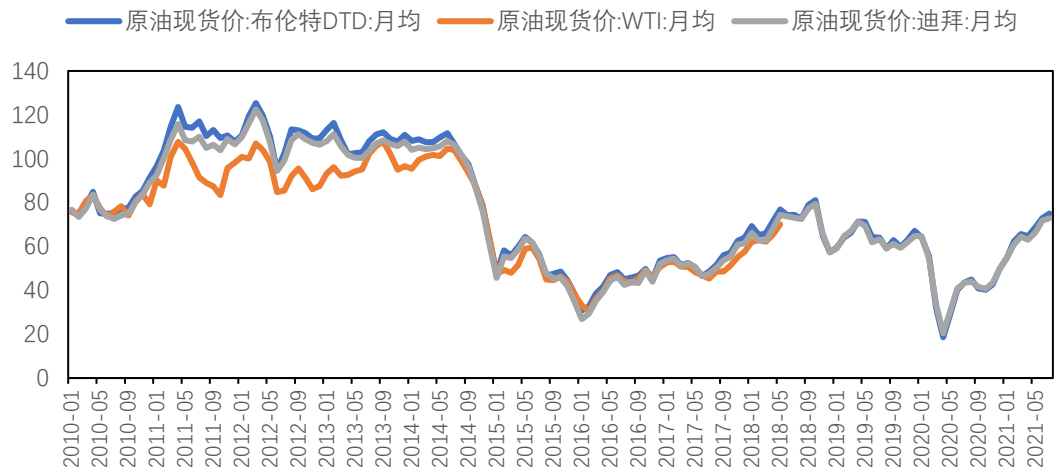
表 2：国内 LNG 接收站统计

	名称	公司	性质	投资(亿元)	接收能力/周转量(万吨/年)	投资额/周转量
1	九丰 LNG 接收站	东莞市九丰天然气储运有限公司	民企	13	150	0.09
2	启东 LNG 接收站	广汇能源股份有限公司	民企	60	1000	0.06
3	广东大鹏 LNG 接收站	广东大鹏液化天然气有限公司	三桶油	70	657	0.11
4	上海五号沟 LNG 接收站	上海燃气(集团)有限公司	三桶油	18.15	150	0.12
5	如东 LNG 接收站	中石油江苏液化天然气有限公司	三桶油	81	650	0.12
6	粤东 LNG 接收站	中海油粤东液化天然气有限责任公司	三桶油	28.6	200	0.14
7	中海油天津 LNG 接收站	中海油天津液化天然气有限责任公司	三桶油	32.5	220	0.15
8	大连 LNG 接收站	中石油大连液化天然气有限公司	三桶油	90	600	0.15
9	广西防城港 LNG 储运站	中海油广西防城港天然气有限责任公司	三桶油	9.6	60	0.16
10	舟山 LNG 接收站	新奥(舟山)液化天然气有限公司	民企	99	500	0.20
11	深圳华安 LNG 应急储备库	深圳市燃气集团股份有限公司	三桶油	16	80	0.20
12	深圳燃气 LNG 接收站	深圳市燃气集团股份有限公司	三桶油	16	80	0.20
13	莆田 LNG 接收站	中海福建天然气有限责任公司	三桶油	100.5	500	0.20
14	海南洋浦 LNG 接收站	中海石油海南天然气有限公司	三桶油	65	300	0.22
15	唐山 LNG 接收站	中石油京唐液化天然气有限公司	三桶油	253.9	1000	0.25
16	珠海 LNG 接收站	广东珠海金湾液化天然气有限公司	三桶油	113.14	390	0.29
17	青岛董家口 LNG 接收站	中国石化青岛液化天然气有限责任公司	三桶油	107	300	0.36
18	中石化天津 LNG 接收站	中石化天津液化天然气有限责任公司	三桶油	136	300	0.45
19	广西北海 LNG 接收站	中石化北海液化天然气有限责任公司	三桶油	155	300	0.52
20	宁波 LNG 接收站	中海浙江宁波液化天然气有限公司	三桶油	95.04	126	0.75
21	上海洋山港 LNG 接收站	上海液化天然气有限责任公司	三桶油	/	300	/
22	深圳迭福 LNG 接收站	中海石油深圳天然气有限公司	三桶油	/	400	/

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

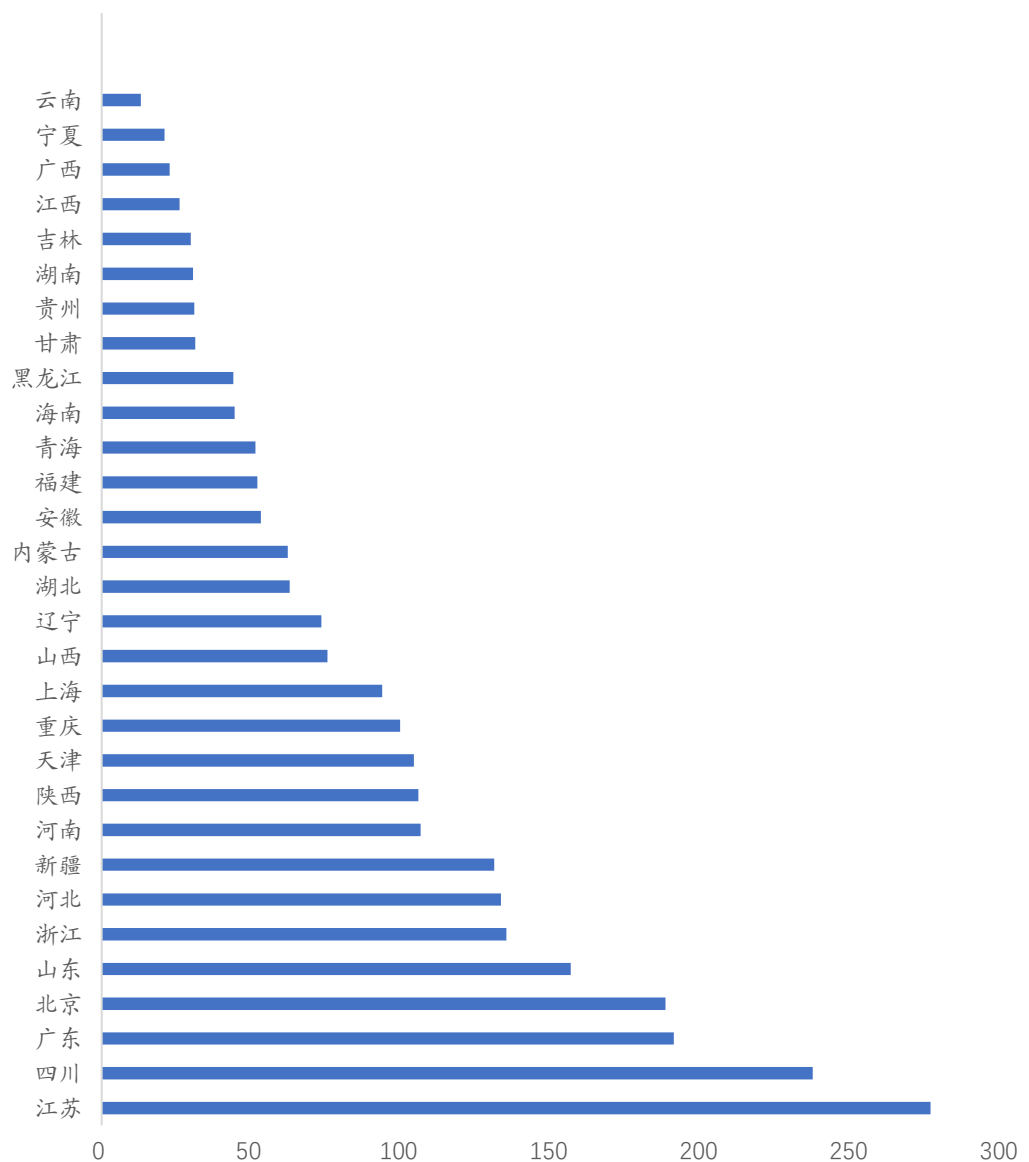
第二，从采购价格来看，而与“三桶油”的LNG接收站相比，公司的LNG采购策略相对更加灵活。三桶油的LNG接收站由于投产时间更早，因此在国际油价较高的情况下，为了保障天然气的供应，普遍采用了周期更长的长协价格锁定海外天然气供应。而随着2015年以来国际油价的两轮腰斩，使得国际油价的中枢价格较2010-2014年的高价有了显著的下降，尽管2021年以来随着OPEC+的严格减产和国际油价需求的修复，国际油价有所回升，但整体而言，国际油价较高点仍有回落。而公司可以完全根据市场的天然气价格，择机选择合适的价格进行采购，具有更大的灵活性。

图 14：国际油价走势图（美元/桶）



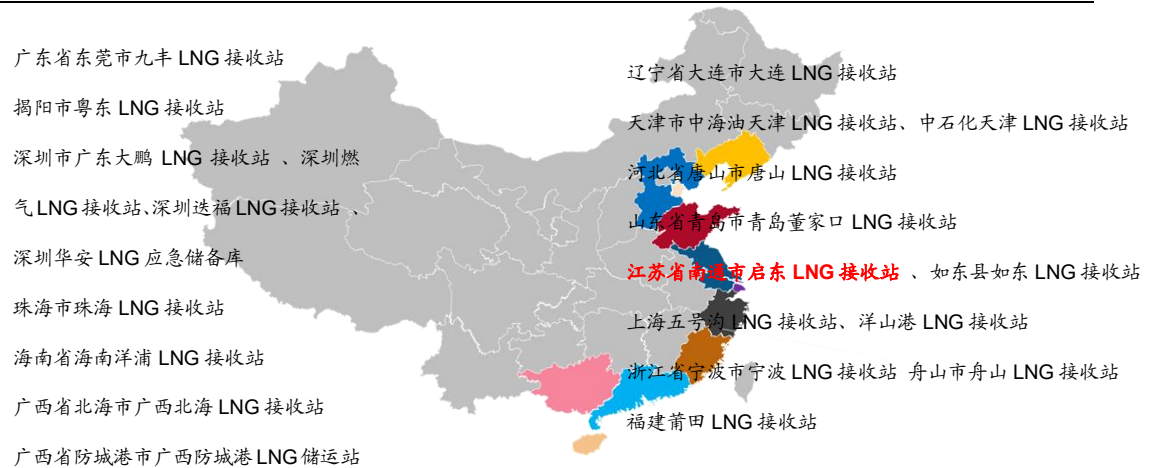
资料来源：wind，信达证券研发中心

第三，地处华东，得天独厚。启东LNG接收站位于我国江苏省南通市，从历年天然气消费量来看，江浙沪都是天然气消费大省，仅江苏省的燃气天然气消费量就可占到全国的10%左右。

图 15：2018 年部分省市天然气消费量（亿立方米）


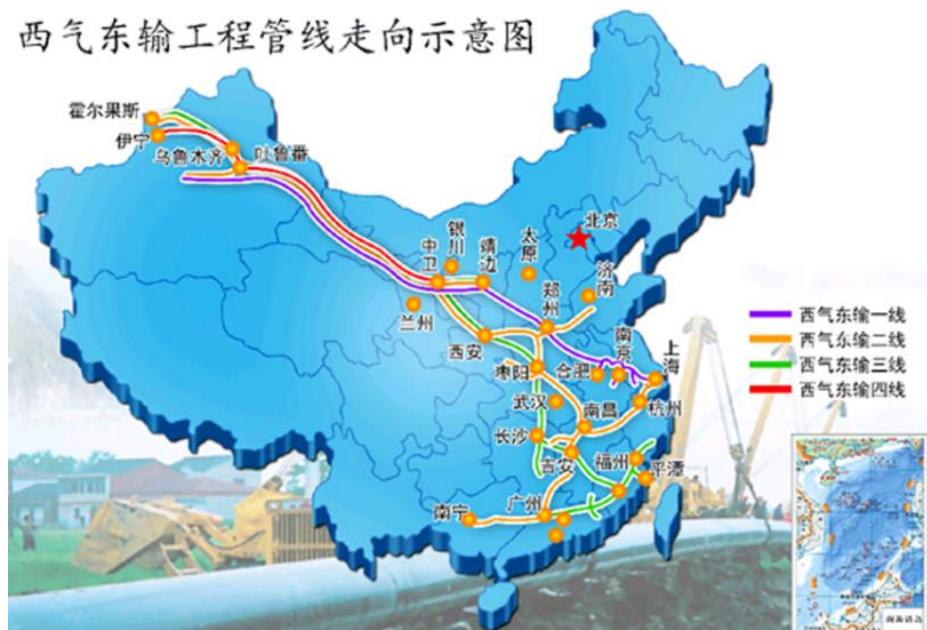
资料来源：wind，信达证券研发中心

华东地区已投产 LNG 接收站除启东外，还有莆田、如东、宁波、舟山等 7 座接收站。除了启东接收站、舟山接收站外，其余均隶属于“三桶油”。舟山接收站由新奥（舟山）液化天然气有限公司经营，目前接收能力达到每年 300 万吨，地处浙江，连通浙江省省网，侧重保障浙江天然气供应。

图 16: 国内 LNG 接收站分布图


资料来源：新浪财经，商业新知，信达证券研发中心

第四，立足江苏，辐射内陆。依托启东 LNG 接收站建设的启通天然气管线项目已与中石油西气东输南通站实现管道连通，具备天然气上载条件。启通天然气管线项目依托启东 LNG 接收站资源，线路全长为 160km（主线 95km，支线为 65km），主线线路呈东南走向，启通天然气管线与中石油西气东输管网互联互通项目于 2017 年取得江苏省发改委核准批复，于 2018 年开工投入建设，被国家发改委列入 2019 年天然气基础设施互联互通重点工程，2020 年列为江苏省能源基础设施补短板重点项目。因此，启通天然气管线的建设对于公司具有重大意义，启通天然气管线是公司 LNG 接收站外输管线，使得公司的辐射范围除江苏外，进一步打通进口天然气进入内陆的通道。

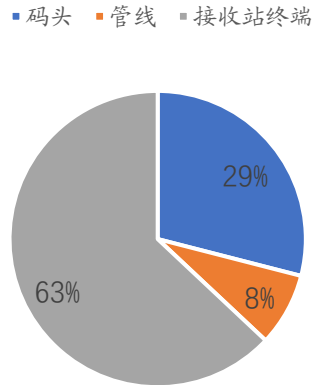
图 17: 西气东输工程管线走向示意图


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

第五，门槛较高，新竞争者难进入。LNG 接收站由码头、储罐、管道等组成。从成本构成来看，年接收能力在 300 万吨左右的接收站的投资成本在 60-70 亿元左右，其中码头部分成本占比 29%，管线部分成本占比 8%，接收终端站占比 63%。国家对 LNG 接收站项目的核准做出了规定，《政府核准的投资项目目录（2016 年本）》及《市场准入负面清单（2019 年

版)》指出：由国家发改委负责对新建 300 万吨及以上项目的核准，国家能源局负责对新建 300 万吨以下项目的核准，省级发改委负责改扩建等项目的核准。取得核准后，还需要得到用地审批、用海批复、岸线使用权批复、环境影响评价等。此外，LNG 属于危险化学品和《港口危险货物安全管理规定》中规定的危险货物，其接收、存储与运输设施建设需要安全条件审查。由于 LNG 接收站的特殊危化品性质以及项目的审批门槛，新的竞争者很难进入。除了“三桶油”外，如今经营 LNG 接收站的民企寥寥无几。

图 18: LNG 接收站各部分成本占比 (%)



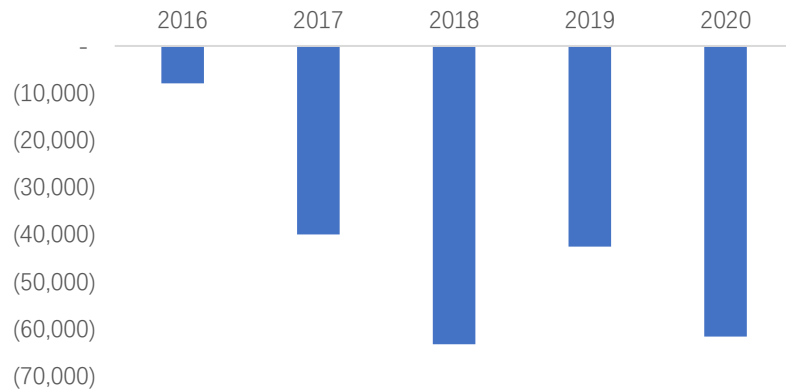
资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

除了贸易气以外，公司的自产气整体保持稳定。自产气由吉木乃工厂和哈密新能源工厂来生产。

吉木乃工厂利用天然气经深冷处理后生产出 LNG 产品，气源来自哈萨克斯坦斋桑油气田，建有 150 万 Nm³/d 液化天然气项目，通过跨境天然气管道实现供应。哈密新能源工厂以煤炭为原料，经过化学加工使煤转化为煤制天然气，再通过液化处理形成煤制 LNG 产品，哈密新能源工厂建有 120 万吨甲醇、80 万吨二甲醚和 5 亿方 LNG 项目，所产 LNG 属于煤制甲醇项目的副产品。而贸易气是通过南通港吕四港区启东 LNG 接收站项目的海外贸易，引进海外 LNG 资源，进行 LNG 的境内销售，通过贸易价差获取利润。

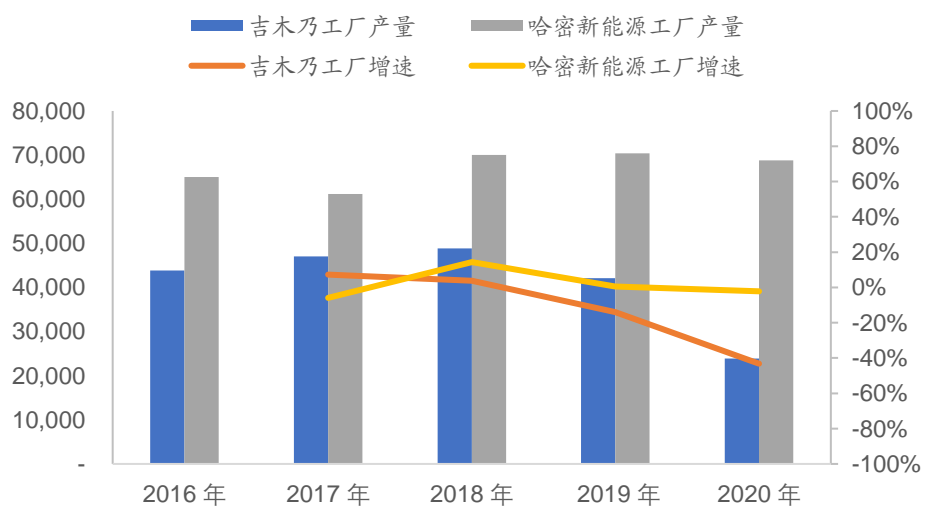
吉木乃工厂的哈萨克斯坦斋桑油气田包含油、气两部分。天然气方面目前已经顺利开采出稳定产量天然气。2016-2019 年天然气产量稳定在 4.5 亿方左右。2020 年受到新冠肺炎疫情、哈国电力供应故障检修及上游供气量减少的影响，LNG 产量同比下降 1.8 亿方。但由于外购天然气销量大幅增加，吉木乃工厂产量在天然气总销量中占比逐年减少，2019 年仅为 14%。

由于吉木乃工厂的哈萨克斯坦斋桑油气田包含油、气两部分，而天然气部分尽管产出稳定，但石油方面，斋桑区块稠油仍然处于试采测试阶段。因此从公司的子公司披露口径来看，公司广汇石油公司处于持续亏损的状态。2021 年 4 月，广汇能源全资子公司广汇石油与安徽光大签订了《关于油气勘探开发合作框架协议》，双方将在斋桑油气田石油的勘探开发进行合作。根据协议，根据广汇与安徽光大矿业签订的框架合作协议，双方约定在斋桑区块内开采出的油气，广汇石油与安徽光大按照 28%：72% 的比例对产品（原油）进行分配；在斋桑区块地下资源使用合同期限内安徽光大完成全部投资成本回收后，广汇石油与安徽光大按照 40%：60% 的比例对产品（原油）进行分配。随着公司与安徽光大的合作，公司在不额外增加公司对外投资的情况下，有望对该项目的油田板块进行有效开发，为斋桑区块加速带来可观的经济效益，使斋桑油气区块价值得到最大化体现。日后随着石油的顺利开采，吉木乃工厂盈利能力将得到释放，实现逐渐减亏，预计到 2023 年能够达到盈亏平衡。

图 19: 吉木乃工厂净利润 (万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

哈密新能源工厂煤制甲醇的联产项目所用煤炭来自自有哈密淖毛湖煤矿, 原料非外购所以不受市场煤价波动影响, LNG 属于煤制甲醇的副产品, 产量近五年维持在 67 万方左右, 2020 年实现 LNG 产量 69 万方, 产量达到相对稳定状态。

图 20: 自产天然气产量 (万方) 及同比增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

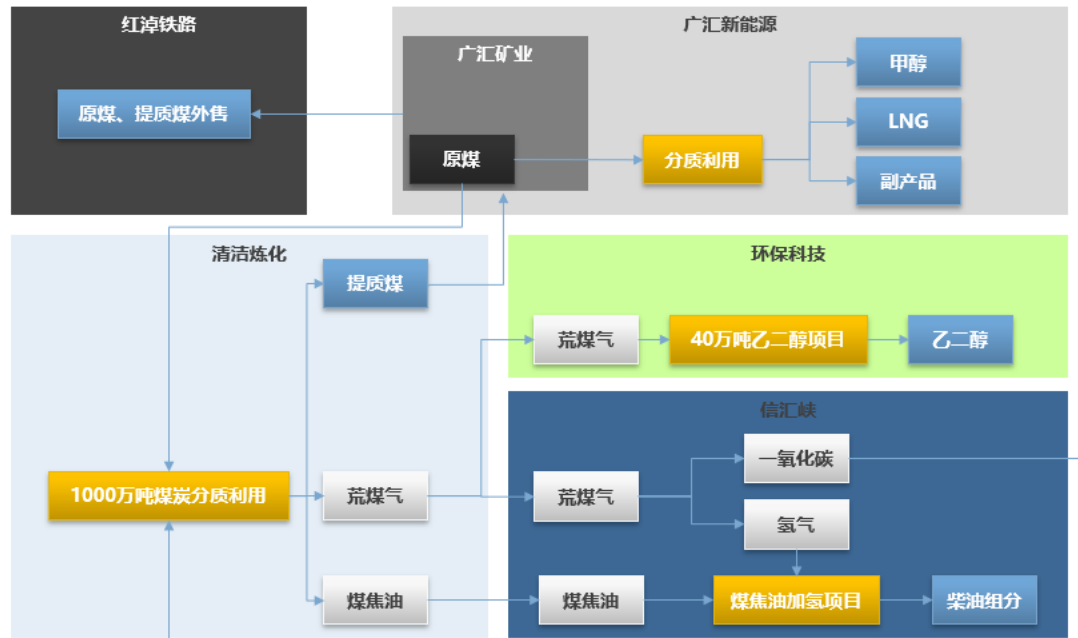
公司的煤制天然气与一般的单一生产煤制气的企业不同, 所生产的 LNG 来自 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目, 选用碎煤加压气化技术和国产化低温甲醇净化技术, 同步化学加工煤制天然气, 经液化处理形成煤制甲醇、LNG 及副产品。单一生产煤制气的企业在如今国际油价和天然气价格不高、煤价上涨的情况下难以盈利。

综合来看天然气板块, 公司天然气业务收入比例超过 50%, 占比稳中有升。吉木乃工厂和哈密新能源工厂的煤制气生产能力较为稳定, 随着吉木乃工厂引入新的投资者, 有望实现油气联产, 可以逐步实现扭亏为盈。而新疆哈密新能源的天然气生产成本相对固定, 即使在 2020 年国际油价较低的情况下仍能够实现盈利, 而随着国际油价的温和复苏, 盈利能力有望进一步增强。公司启东 LNG 接收站目前周转能力达到每年 300 万吨, 未来公司规划在 2022 年扩大到每年 500 万吨, 2025 年扩大到每年 1000 万吨, 周转能力将持续增强。同时启东 LNG 接收站由于区位优势、民营性质的较小投资优势、灵活的锁价带来的低成本优势、并入国家西气东输管网等, 盈利能力强, 单吨 LNG 利润可观。

煤化工：因地制宜，综合利用的典范

公司拥有丰富的煤炭资源，但是受制于煤制和新疆地区较为偏远，公司结合自身的煤炭特性，将自有煤炭生产加工和提质，投入煤化工项目，从而提升了产品的盈利能力。公司煤化工主要有三个项目。

图 21：哈密淖毛湖基地产业链

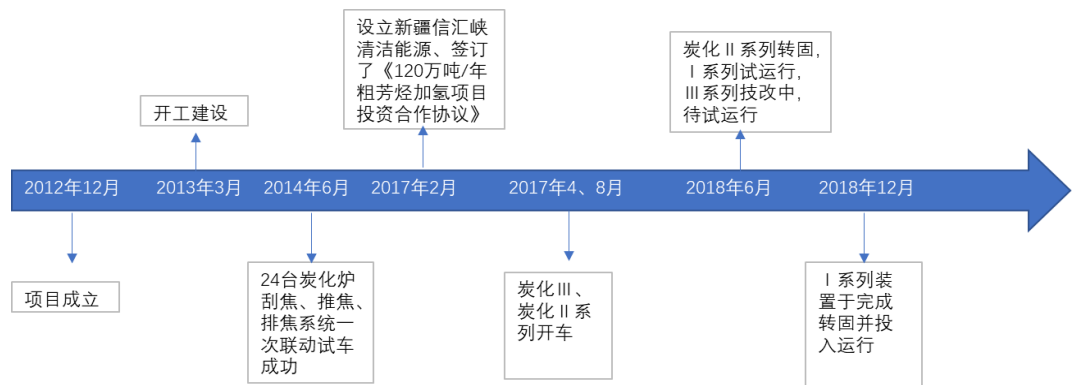


资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚、5 亿方 LNG 项目以煤炭为原料，选用碎煤加压气化技术和国产化低温甲醇洗净化技术，同步化学加工煤制天然气，经液化处理形成煤制甲醇、LNG 及副产品。

公司控股子公司新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司投建的“1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”于 2013 年开工建设，装置建设有 72 台炭化炉，每年可处理入炉煤 1000 万吨，是国内目前建成最大的煤炭分级提质综合利用项目。1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目以公司自有白石湖露天煤矿煤炭产品为原料，同时搭配淖毛湖地区其他煤矿的资源。

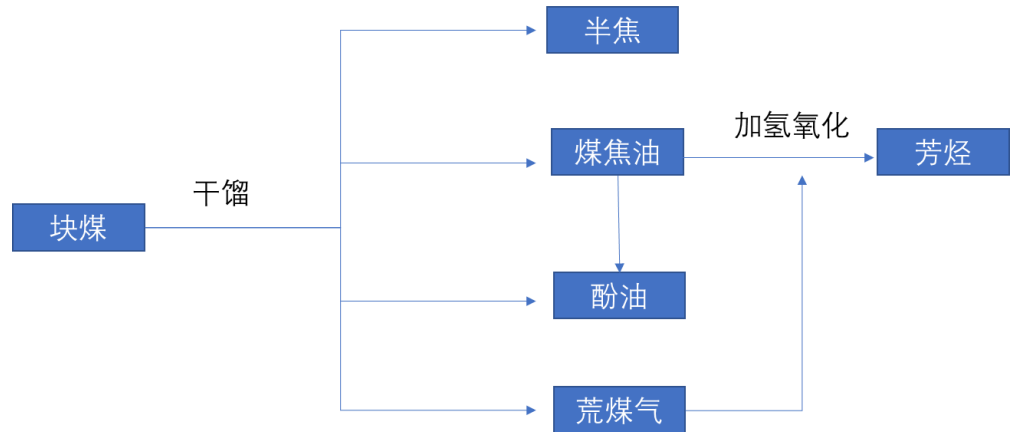
图 22：1000 万吨煤炭分级提质清洁炼化项目运行时间轴



资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

主要生产工艺是对淖毛湖的块煤资源进行分级提质、综合利用，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。其副产荒煤气进入由信汇峡公司投建的煤焦油加氢项目进行净化处理后，一部分作为燃料供给干馏炉，另一部分作为下游制氢装置的原料，未来还将作为“荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目”的原料。

图 23: 1000 万吨煤炭分级提质清洁炼化生产工艺



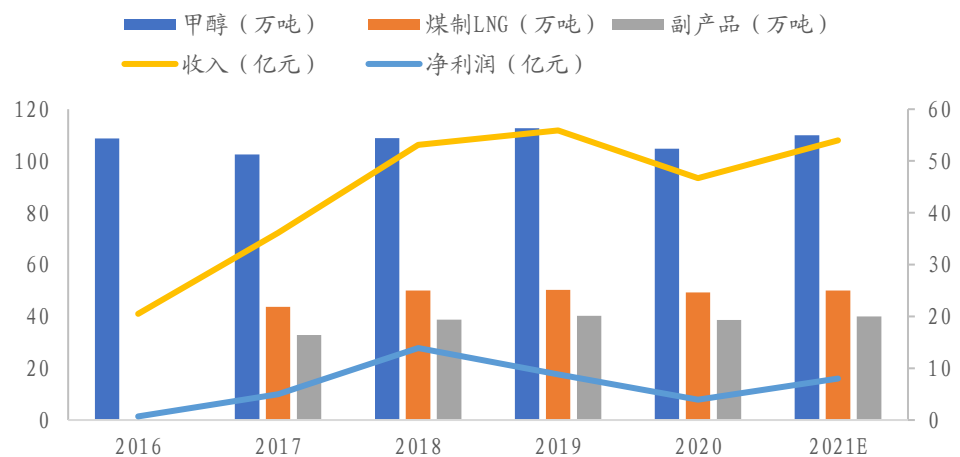
资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

4 万吨/年二甲基二硫 (DMDS) 联产 1 万吨/年二甲基亚砷 (DMSO) 项目采用国内首创的甲硫醇硫化法精细生产, 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。

从煤化工产业链布局来看, 煤化工板块以自有煤矿为原料, 进行煤的加工利用, 过程中的副产品又可作为原料进行再次利用, 实现了煤炭的综合利用。

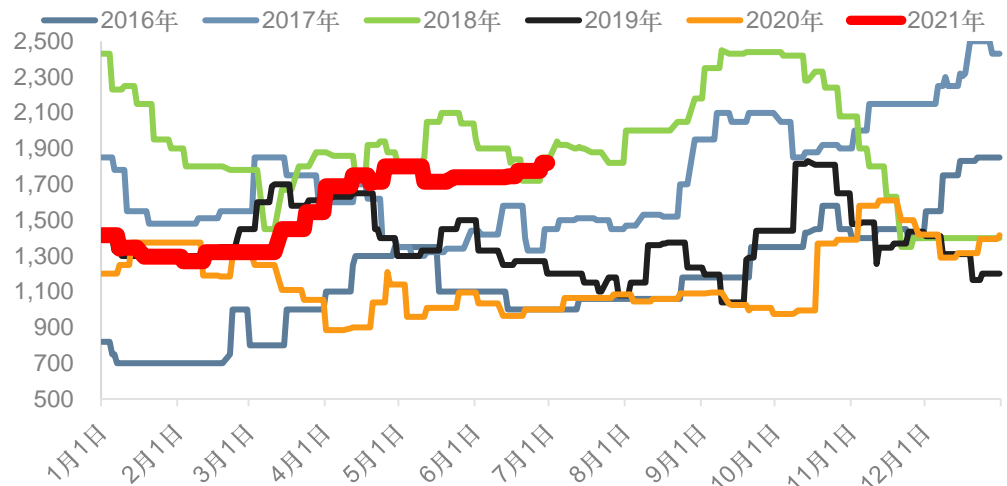
从产量来看, 哈密新能源公司生产的甲醇、煤制 LNG 以及其他副产品的产量已基本保持稳定, 甲醇产量维持在 107 万吨左右。

图 24: 哈密新能源公司产量 (万吨) 及盈利情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

结合新疆甲醇市场价来看, 2021 年, 随着国际油价从底部回升, 而国内煤炭价格逐步走高, 相关大宗商品价格处于持续上行状态, 新疆地区的甲醇价格也同比 2020 年大幅上涨, 而接近 2018 年的水平。

图 25: 新疆甲醇市场价 (元/吨)


资料来源: 公司年报, 公司公告, 信达证券研发中心

清洁炼化项目(新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司)2020年生产装置平均运行负荷75.80%,生产煤基油品56.73万吨,同比增长13.05%;实现销量53.22万吨,同比增长8.24%,产能利用率为63.40%。硫化工项目(新疆广汇陆友硫化工有限公司)采用甲硫醇硫化法工艺生产的二甲基二硫副产二甲基硫醚高新技术同为国内首创工艺。项目2020年顺利转固,取得4万吨/年DMSO联产1万吨/年DMSO项目一期工程《安全生产许可证》,实现二甲基二硫产量0.64万吨,产能利用率为62.37%。未来煤化工项目陆续满产,可以增加煤化工板块以及公司盈利。

对于公司的煤化工板块而言,甲醇、LNG以及其他副产品产量稳定,收入规模在2018、2019年已经达到54亿的规模。2020年受到疫情的影响收入略有下滑,但甲醇等产品的收入会随2021年市场价格上涨而逐步恢复,而公司充分利用西部煤炭成本低廉的优势,并进一步根据公司自身煤炭的属性,生产出适宜的提质煤、煤焦油、甲醇等产品,真正实现了煤炭的吃干榨尽,随着公司荒煤气制乙二醇的投产,公司的煤化工对于煤炭的利用率将进一步提升,从而增强公司煤化工的竞争力。

煤炭：红淖铁路正式运营增强外输能力

公司煤炭板块依托白石湖煤矿和东部矿区等自有煤炭，实现向终端市场的煤炭销售和对煤化工板块原材料的供应。

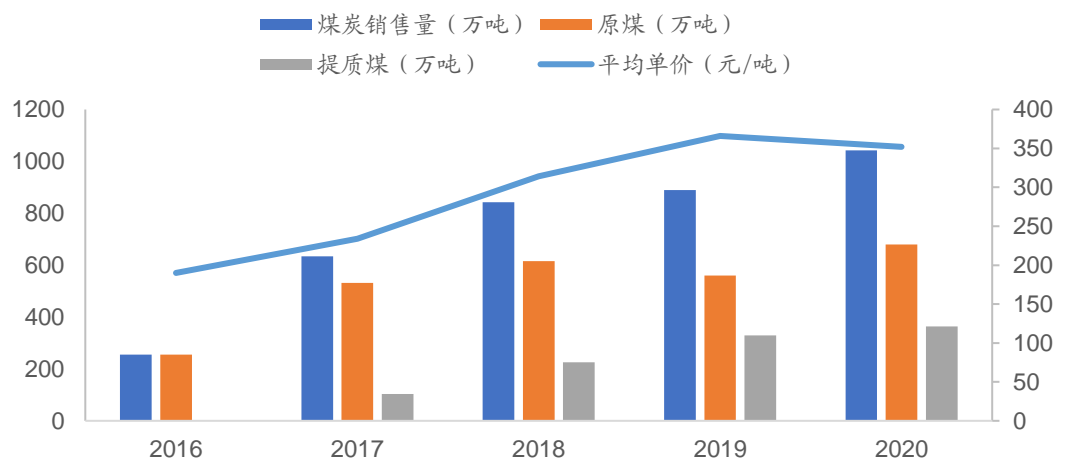
表 4：煤炭资源储备量

主要矿区	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)
新疆伊吾县淖毛湖煤田 白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	9.69	9.69
新疆伊吾县淖毛湖煤田 白石湖露天煤矿	长焰煤	8.04	7.30
新疆伊吾淖毛湖煤田东部勘查区	长焰煤-不粘煤	29.53	29.53
新疆伊吾淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	长焰煤-不粘煤	0.62	0.60
新疆伊吾县淖毛湖矿区 马朗露天勘查区	长焰煤	7.21	5.06
新疆伊吾县淖毛湖矿区 马朗一号井田	长焰煤	10.88	7.92
合计	-	65.97	60.11

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

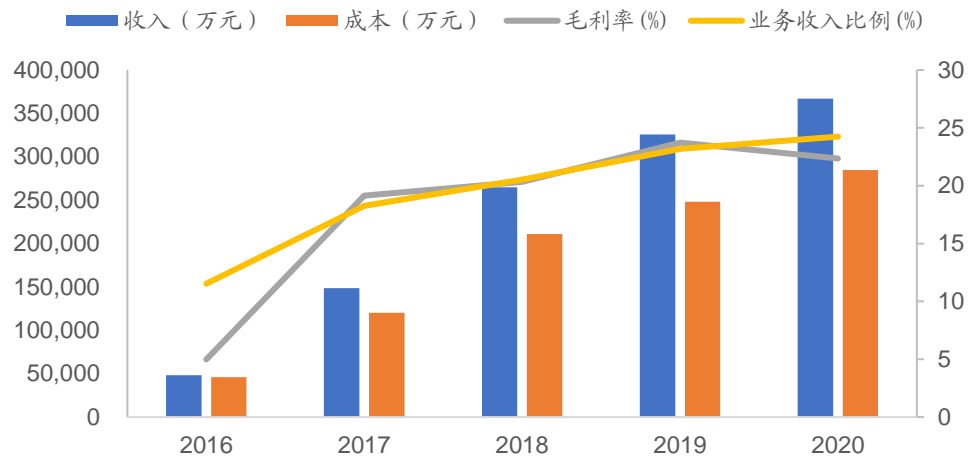
从销量来看，除自用煤炭外，公司煤炭销售量逐年上涨，提质煤销量增势明显。而未来红淖铁路的运力发挥出来后，预计煤炭销售量将进一步上涨。

图 26：煤炭板块销量



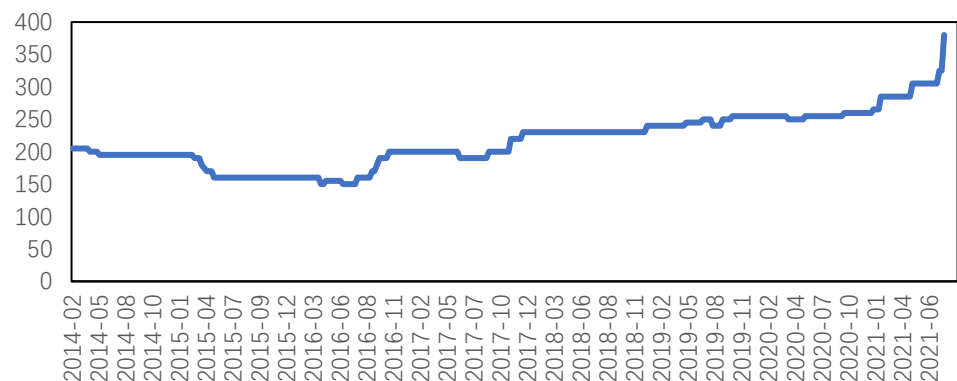
资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

随着销量的增加，公司煤炭板块销售收入也稳步增加。从公司的煤炭板块的盈利能力来看，受制于公司目前已经投入生产的白石湖矿区的煤炭煤质影响，公司将其投入煤化工项目提高盈利能力，同时煤炭分质利用项目将原煤加工为提质煤从而提升了煤炭热值等各方面性能从而提高售价。但从公司煤炭板块的盈利能力而言，受制于煤质和新疆地区的区位优势，盈利能力低于天然气板块，近 3 年整体毛利率在 20% 左右。

图 27：煤炭板块盈利能力


资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

2021 年以来，全国煤价持续上涨，新疆地区煤炭价格也创历史 2016 年以来历史新高。截止 2021 年 7 月 23 日最新数据，哈密地区动力煤坑口价达到 325 元/吨，同比上涨 27.4%。以 2021 年 1-7 月哈密地区动力煤坑口价均价 294 元/吨计算，较 2020 年均价 255 元/吨提高 40 元/吨，以公司 2020 年 1000 万吨销量来计算，随着新疆地区的煤价上升，保守估计公司现有煤炭销量可提高约 4 亿元利润。

图 28：新疆哈密地区动力煤坑口价 (元/吨)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

除此以外，根据公司 2020 年 12 月公告，公司控股子公司伊吾矿业收购新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井详查探矿权，公司煤炭储量进一步增加。根据公司公告，马朗矿评估利用矿产资源储量 1088.15 Mt，评估利用可采储量 791.95 Mt，生产规模 1500 万吨/年。预计到 2025 年，公司煤炭产销量会增加 1500 万吨。

且从煤质来看，马朗矿为长焰煤，热值 6200-6500 大卡，显著高于公司现已开采的白石湖矿区煤矿，马朗煤矿为露天矿，开采成本较低。我们预计，随着 1500 万吨/年露天矿投产，按照当前新疆地区的煤炭价格估算，马朗煤矿单吨净利润大于 200 元/吨，则 1500 万吨能贡献约 30 亿净利润。

除了煤炭价格的上升、新增露天煤炭资源带来的销量增长以外，从公司的煤炭运输和辐射地区来看，公司的煤炭辐射范围也将随着红淖铁路的投运大为扩张。

从矿区运往终端市场的方式有淖柳公路和 2019 年投入运营的红淖铁路两种。在红淖铁路开通运行之前,公司的煤炭外运工作主要是依托淖柳公路,该公路系公司独资建设的矿用公路,原先设计的是简易砂石路,运能达到了 2000 万吨。由于扬尘较为严重,12 年进行全面黑化改造,目前运输能力虽可以达到 3000 万吨,但是实际仅按照 2000-2500 万吨进行管理。

为了解决公司煤炭外运问题,公司开始投资建设红淖铁路,2019 年投入运营,由广汇能源、新疆华通、哈密国资经营公司、新疆大陆桥集团有限责任公司以及国开发展基金持股,其中公司持股最高超过 70%。公司目前已开采的矿区主要分布在新疆哈密地区淖毛湖周边,主要为露天煤矿,采用露天方式开采。露天开采主要采用“单斗电铲—卡车—半固定破碎站—带式输送机”半连续开采工艺,同时使用 950 型采煤机和 540 型采煤机,机械化程度较高,露天开采回采率达到 95%以上。

图 29: 红淖铁路地理位置



资料来源: 公司项目可研, 信达证券研发中心

红淖铁路连接红柳河和淖毛湖矿区, 大幅降低淖毛湖基地产品出疆运输成本。红淖铁路由铁路公司单独核算。

从红淖铁路的投资来看, 红淖铁路累计投资 104 亿元, 由于铁路基建等投资折旧时间较长, 整体按照 25 年折旧计算, 则每年对应的折旧费用约为 4 亿元。由于铁路投产后, 相应的生

产运营成本基本可以忽略不计,则按照 0.2 元/公里/吨运费计算,铁路盈亏平衡点为 1500 万吨货物运输量。2021 年公司自身运输需求已有 1700 万吨,可以实现盈利。随着未来公司煤炭产量进一步上升,铁路运力达到 3500 万吨。则红淖铁路不仅一方面能增强公司的煤炭、煤化工产品的辐射范围、提高竞争力,红淖铁路本身约可以贡献 3-4 亿元利润。

2025：千万吨周转量，剑指千亿

展望公司未来 5 年的发展，主要增量来自于两大方面，第一，公司启东 LNG 接收站周转量从目前的 300 万吨提升至 1000 万吨。第二，公司的煤炭销量从当前的 1000 万吨提高至 2500 万吨。

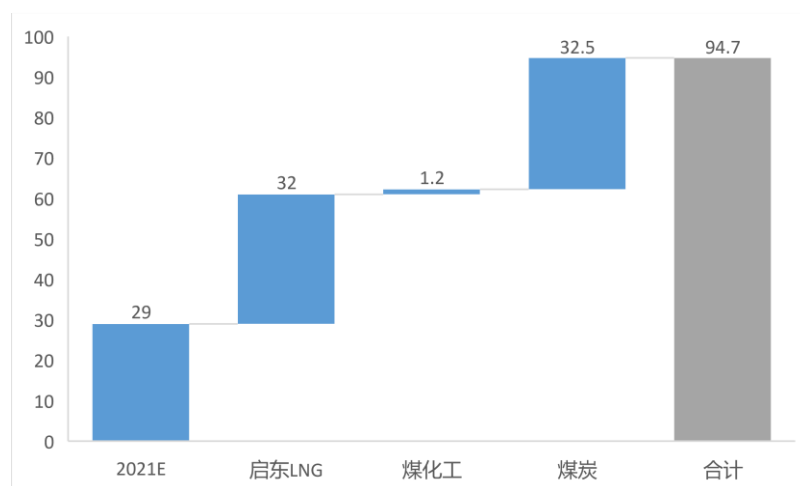
从 LNG 接收站来看，当前公司 LNG 接收站单吨盈利能力为 600 元/吨，我们保守估计，随着公司周转量提升至 1000 万吨/年，公司的 LNG 销售方式将主要为液进气出方式。液进气出方式将保证公司全年销售量的稳定，但另一方面也将使得单吨盈利略有下降，我们预计下降至 500 元/吨，则 LNG 接收站将贡献约 50 亿元利润。

从公司的煤化工版块来看，公司的甲醇、煤制天然气、煤焦油和荒煤气乙二醇将保持产量稳定。公司甲醇产量 110 万吨，煤焦油 40 万吨，煤制天然气 50 万吨。在不出现 2020 年疫情导致的油价暴跌带来的化工品价格暴跌的情况下，我们以 2019 年 8.8 亿元的利润中枢进行预测，同时随着荒煤气制乙二醇投产，乙二醇产量 40 万吨，由于公司乙二醇成本较低，我们预计乙二醇单吨实现 300 元/吨净利润，则 2025 年，煤化工板块实现 10 亿元净利润。

煤炭板块来看，公司现有的煤矿在 2025 年销量进一步增长至 1500 万吨，同时随着马朗煤矿的投产，新增销量达到 1500 万吨。在国家碳达峰、碳中和的政策下，我们预计煤炭价格将会维持相对的高位，同时，由于马朗煤矿煤质相较于公司现有煤矿热值更高，盈利更强，综合测算，我们预计公司的煤炭产品到 2025 单吨盈利在 100-150 元/吨，则煤炭板块贡献约 30-45 亿元净利润。

我们预计，2025 年 LNG+煤化工+煤炭三个板块，在 2025 年将为公司实现约 90-105 亿净利润。以 wind 几家同业公司的平均 PE (9.8) 为基础，取 PE 为 10 进行估值，按照这一估值，公司有望市值突破千亿。

图 30：公司 2025 年盈利展望（亿元）



资料来源：信达证券研发中心

投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 218.58、2472.1、309.61 亿元，同比增长 47.17%、22.17%、13.79%，归属母公司股东的净利润分别为 29.13、38.08、46.21 亿元，同比增长 118%、30.7%、21.36%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.43 元，0.56 元和 0.68 元。对应 2021 年的 PE 为 9 倍，按照同业公司的平均水平 10 倍 PE 来估值，则公司有望市值突破千亿，维持“买入”评级。

表 5: 盈利预测

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,042	15,134	22,272	27,210	30,961
同比 (%)	8.81%	7.78%	47.17%	22.17%	13.79%
归属母公司净利润	1,597	1,336	2,913	3,808	4,621
同比 (%)	-8.43%	-16.31%	118.02%	30.70%	21.36%
毛利率 (%)	31.72%	28.17%	31.93%	31.70%	32.28%
ROE%	10.27%	8.16%	15.96%	17.62%	17.89%
EPS (摊薄)(元)	0.24	0.20	0.43	0.56	0.68
P/E	17	20	9	7	6
P/B	1.70	1.62	1.38	1.15	0.96
EV/EBITDA	11.50	12.22	7.50	6.22	5.34

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

- 1、天然气价格大幅波动的风险
- 2、哈萨克斯坦项目推进不及预期的风险

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	9076	7878	11087	13978	16226	
货币资金	2465	3946	6221	8333	10008	
应收票据	117	99	0	0	0	
应收账款	798	998	1468	1794	2041	
预付账款	112	190	264	324	366	
存货	860	1214	1693	2075	2341	
其他	4724	1432	1440	1452	1470	
非流动资产	39665	46242	48716	51571	54967	
长期股权投资	657	1130	1130	1130	1130	
固定资产	19886	28015	33727	38226	41221	
无形资产	1698	1816	2096	2212	2367	
其他	17425	15282	11764	10004	10250	
资产总计	48742	54120	59803	65549	71193	
流动负债	19010	23384	26645	29228	31034	
短期借款	6394	7979	7979	7979	7979	
应付票据	2097	2645	3688	4521	5101	
应付账款	3900	5128	7152	8768	9892	
其他	6620	7631	7826	7960	8062	
非流动负债	13113	13494	13494	13494	13494	
长期借款	7733	11004	11004	11004	11004	
其他	5379	2490	2490	2490	2490	
负债合计	32123	36878	40140	42722	44528	
少数股东权益	671	446	-47	-692	-1474	
归属母公司权益	15948	16797	19711	23518	28139	
负债和股东权益	48742	54120	59803	65549	71193	

重要财务指标

 单位:
百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,042	15,134	22,272	27,210	30,961
同比	8.81%	7.78%	47.17	22.17%	13.79
归属母公司净利润	1,597	1,336	2,913	3,808	4,621
同比	-8.43%	-16.31%	118.02	30.70%	21.36
(%)			%	%	%
毛利率	31.72	28.17%	31.93	31.70%	32.28
(%)	%		%	%	%
ROE%	10.27	8.16%	15.96	17.62%	17.89
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.20	0.43	0.56	0.68
P/E	17	20	9	7	6
P/B	1.70	1.62	1.38	1.15	0.96
EV/EBITDA	11.50	12.22	7.50	6.22	5.34

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,042	15,134	22,272	27,210	30,961
营业成本	9,588	10,871	15,161	18,585	20,968
营业税金及	254	222	413	505	574
销售费用	327	290	668	816	929
管理费用	469	525	891	1,088	1,238
研发费用	113	168	247	302	344
财务费用	1,046	1,051	1,285	1,234	1,254
减值损失合	255	49	50	42	56
投资净收益	-31	-117	-55	-68	-80
其他	-52	-196	15	16	16
营业利润	1,907	1,645	3,518	4,586	5,534
营业外收支	-139	-67	-77	-89	-78
利润总额	1,769	1,578	3,440	4,496	5,456
所得税	320	468	1,020	1,333	1,618
净利润	1,448	1,110	2,420	3,163	3,839
少数股东损	-148	-226	-493	-644	-782
归属母公司	1,597	1,336	2,913	3,808	4,621
EBITDA	4,243	4,109	6,696	8,069	9,394
EPS(当	0.24	0.20	0.43	0.56	0.68

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现	4,073	4,548	8,075	8,628	9,108
金流					
净利润	1,454	1,110	2,420	3,163	3,839
折旧摊销	1,382	1,508	2,067	2,451	2,782
财务费用	1,092	1,023	1,189	1,121	1,155
投资损失	31	117	55	68	80
营运资金变	-237	536	2,299	1,790	1,213
其它	351	253	45	35	40
投资活动现	-3,152	-3,255	-4,611	-5,395	-6,278
资本支出	-3,096	-3,085	-4,556	-5,328	-6,198
长期投资	369	24	-55	-68	-80
其他	-425	-194	0	0	0
筹资活动现	-1,567	-676	-1,189	-1,121	-1,155
吸收投资	9	19	0	0	0
借款	495	-738	0	0	0
支付利息或股息	1,865	1,099	1,189	1,121	1,155
现金流净增	-639	646	2,275	2,112	1,675
加额					

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。