

广汇能源 (600256.SH) 多产业布局兼具成长, 享受能源行业高景气

2021年09月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

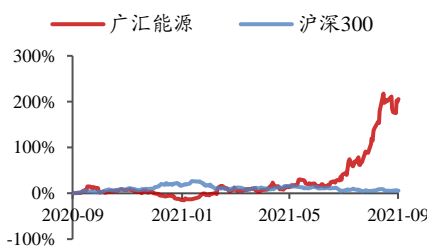
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/9/30
当前股价(元)	8.68
一年最高最低(元)	9.32/2.40
总市值(亿元)	586.25
流通市值(亿元)	586.25
总股本(亿股)	67.54
流通股本(亿股)	67.54
近3个月换手率(%)	199.99

股价走势图



数据来源: 聚源

● 多产业布局兼具成长, 享受能源行业高景气。首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内能源领域的领先企业, 目前已形成完整、配套的多产业链布局。2021年公司三大主业主业共迎行业全面高景气, 各板块盈利能力均获得大幅提升。公司南通启东吕四港 LNG 接收站三期等项目进入产能全面释放阶段, 量价齐升推动公司业绩高增。我们预测 2021-2023 年, 公司可分别实现归母净利润 42.22、53.46 和 71.87 亿元, 同比增长 215.91%、26.63%和 34.45%; 公司 EPS 分别为 0.63、0.79、1.06 元; 以 9 月 30 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 13.9、11 和 8.2 倍。公司目前正处在业务成长期, 具有更高盈利能力的天然气和煤化工业务规模将持续提升, 煤炭产量亦将随着白石湖及马朗矿区的开发而逐步增长, 看好公司中长期增长潜力。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 天然气业务: 供需错配致行业高景气, 量价齐升带来业绩高增长

公司重点布局天然气业务, 每年规模稳步增长, 盈利能力不断增强。其中贸易气业务依托启东 LNG 接收站, 毛利率高且稳定性较好。受益此轮天然气涨价潮, 公司贸易气套利空间有望提升。此外, 公司启东 LNG 接收站三期项目于 2021 年进入产能全面释放阶段, 量价齐升有望大幅提升业绩。未来公司启东 LNG 接收站当前周转能力为 300 万吨/年, 至 2022 年将扩建至 500 万吨/年, 至 2025 年将扩建至 1000 万吨/年, 长期业绩增长有保障。

● 煤炭业务: 市场高景气度运行, 高价格低成本业绩值得期待

公司的煤炭资源主要分布在新疆哈密淖毛湖地区, 共计拥有六大煤田, 目前自产煤炭约 800 万吨/年, 短期有望扩产至 2000 万吨/年, 长期有望扩产至 3500 万吨/年。2021 年以来, 煤炭行业供给严重短缺, 煤价持续上行有望带动业绩提升。同时, 红淖铁路正式通车降低运输和仓储成本, 高价格低成本业绩值得期待。

● 煤化工业务: 景气上行业绩释放, 布局乙二醇助力公司新成长

公司积极响应国家能源战略, 大力布局现代煤化工业务, 目前已形成 120 万吨甲醇、100 万吨煤焦油的生产规模, 另有 40 万吨乙二醇将于 2021 年 10 月正式量产。煤化工业务盈利与国际油价之间具有较强联动性, 现随着油价回暖, 有望为公司贡献可观的业绩增量。

● **风险提示:** 产品价格下跌风险、新产品市场投放不及预期风险、在建项目不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,042	15,134	39,656	53,980	71,544
YOY(%)	8.8	7.8	162.0	36.1	32.5
归母净利润(百万元)	1,597	1,336	4,222	5,346	7,187
YOY(%)	-8.4	-16.3	215.9	26.6	34.4
毛利率(%)	31.7	28.2	29.1	32.5	31.9
净利率(%)	11.4	8.8	10.6	9.9	10.0
ROE(%)	8.7	6.4	18.0	18.5	20.4
EPS(摊薄/元)	0.24	0.20	0.63	0.79	1.06
P/E(倍)	36.7	43.9	13.9	11.0	8.2
P/B(倍)	3.7	3.5	2.8	2.2	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕布局多产业链，做强能源化工领域	5
1.1、能源多产业布局，打造煤&气核心优势	5
1.2、天然气业务带动业绩显著提升，公司经营日趋稳健	7
2、天然气业务：供需错配致行业高景气，量价齐升提升业绩	8
2.1、天然气业务规模稳步增长，为公司贡献主要盈利	8
2.2、供需错配致行业高景气，贸易气套利空间有望扩大	10
2.2.1、能源结构调整持续推进，天然气消费量有望长期增长	10
2.2.2、行业供需错配突出，海外天然气价格淡季强势上行	11
2.2.3、进口 LNG 到岸价格不断走高，贸易气套利空间提升	14
2.3、启东 LNG 接收站业务盈利能力强，未来规模有望持续扩张	15
3、煤炭业务：市场高景气度运行，高价格低成本业绩值得期待	20
3.1、优质煤炭储量丰富，盈利稳定提升	20
3.2、紧供给造就煤炭行业强势格局，煤价中枢不断上移	21
3.3、红淖铁路通车增强疆煤外运能力，有望打开新市场空间	22
4、煤化工业务：景气上行业绩释放，布局乙二醇助力新成长	23
4.1、大力布局现代煤化工，深挖自有煤炭资源价值	23
4.2、甲醇：原料端与需求端双支撑，驱动产品价格不断上涨	25
4.3、乙二醇：项目顺利投产有望为公司贡献可观的业绩增量	26
5、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	29
6、风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1：公司股权结构：民营实际控股	5
图 2：公司于 2012 年成功转型为专业化的能源开发上市公司	6
图 3：公司在上中下游能源全产业链均有布局	6
图 4：公司营业收入结构趋势：2015 年以后天然气业务贡献营收占比达 50%以上	7
图 5：公司毛利结构趋势：2020 年天然气业务贡献毛利占比达 66%	7
图 6：公司三费整体稳步下降	7
图 7：公司销售毛利率及净利率提升	7
图 8：公司固定资产周转率及 ROE 提升	8
图 9：公司现金流大幅改善	8
图 10：天然气产业链共分为三个部分：上游勘探生产、中游运输以及下游分销	8
图 11：公司天然气产业中自产气业务位于新疆，贸易气业务位于江苏	9
图 12：公司天然气销量稳步增长	10
图 13：公司天然气业务毛利率常年稳定在 32%以上	10
图 14：天然气碳排放系数低于石油及煤炭	10
图 15：全球天然气消费增速领先于石油及煤炭	11
图 16：天然气在全球一次能源消费中占比逐年提升	11
图 17：2020 年全球已探明天然气储量下降	11
图 18：2020 年全球天然气已探明储量主要分布在中东及 CIS 地区	11

图 19:	全球天然气主产国为美国和俄罗斯 (2020 年)	12
图 20:	2021 年美国活跃石油天然气钻井平台数恢复缓慢	12
图 21:	2021 年全球主要产气国天然气日供给量同比减少	12
图 22:	美国五大部门天然气月度消费量同比变化不一	12
图 23:	2021 年国际市场天然气价格持续上涨	13
图 24:	美国地下储气设施中天然气库存量同比大幅降低	13
图 25:	欧洲天然气库存量处于近三年最低水平	13
图 26:	俄罗斯为推进“北溪-2”项目, 减少对欧洲天然气供应	14
图 27:	俄罗斯 Gazprom 公司天然气库存量处于低位	14
图 28:	中国进口 LNG 到岸价与日本原油鸡尾酒价格挂钩	14
图 29:	2021 年中国天然气月度表观消费量增速领先产量增速	15
图 30:	中国地下储气库工作量有待提高	15
图 31:	2021 年内中国 LNG 市场价、到岸价持续上涨	15
图 32:	中国天然气表观消费量逐年提升	16
图 33:	中国天然气对外依存度居高位	16
图 34:	进口 LNG 为我国天然气进口的主要方式	16
图 35:	启东 LNG 接收站周转量稳步增长	18
图 36:	启东 LNG 接收站仓储服务盈利能力稳定	19
图 37:	启东 LNG 接收站天然气销售业务为公司最主要利润来源之一	19
图 38:	2016 年以来公司煤炭销量稳步增长	20
图 39:	2016 年以来公司煤炭业务毛利稳步增长	20
图 40:	2016 年后我国煤炭行业固定资产投资额大幅下滑	21
图 41:	2016 年以来我国煤炭产量增长缓慢	21
图 42:	中国煤炭下游主要为电力行业 (2019 年)	21
图 43:	2021 年国内火电发电量明显提升	21
图 44:	国内重点电厂煤炭库存总量及可用天数同比均大幅减少	22
图 45:	2021 年秦皇岛 Q5500 动力煤价格持续上行	22
图 46:	红淖铁路项目位于新疆哈密地区, 由红柳河至淖毛湖及淖毛湖矿区铁路组成	23
图 47:	川渝地区煤炭供给长期存较大缺口	23
图 48:	2017 年以来公司煤化工板块产品销量逐年增加	24
图 49:	公司煤化工业务营收及毛利呈周期性波动	24
图 50:	公司煤化工板块毛利率与油价关联性较强	24
图 51:	国内甲醇消费量稳定增长	25
图 52:	煤制甲醇为国内甲醇主要生产路线 (2020 年)	25
图 53:	2021 年甲醇与动力煤价格同步持续上行	25
图 54:	2021 年甲醇与原油价格同步持续上行	25
图 55:	甲醇下游主要应用为烯烃 (2020 年)	26
图 56:	2021 年下半年以来, 甲醇与烯烃价格同步走高	26
图 57:	乙二醇产业链示意图: 上游由化石燃料制取, 下游主要用于聚酯的生产	26
图 58:	中国乙二醇进口量逐年增加	27
图 59:	2021 年下半年以来, 乙烷及丙烷价格持续上涨	27
图 60:	乙二醇下游主要应用为聚酯行业 (2020 年)	27
图 61:	我国涤纶长丝产量及表观消费量持续增长	27
图 62:	2021 年乙二醇开工率较 2020 年前整体走低	28
图 63:	乙二醇库存同比大幅下降	28

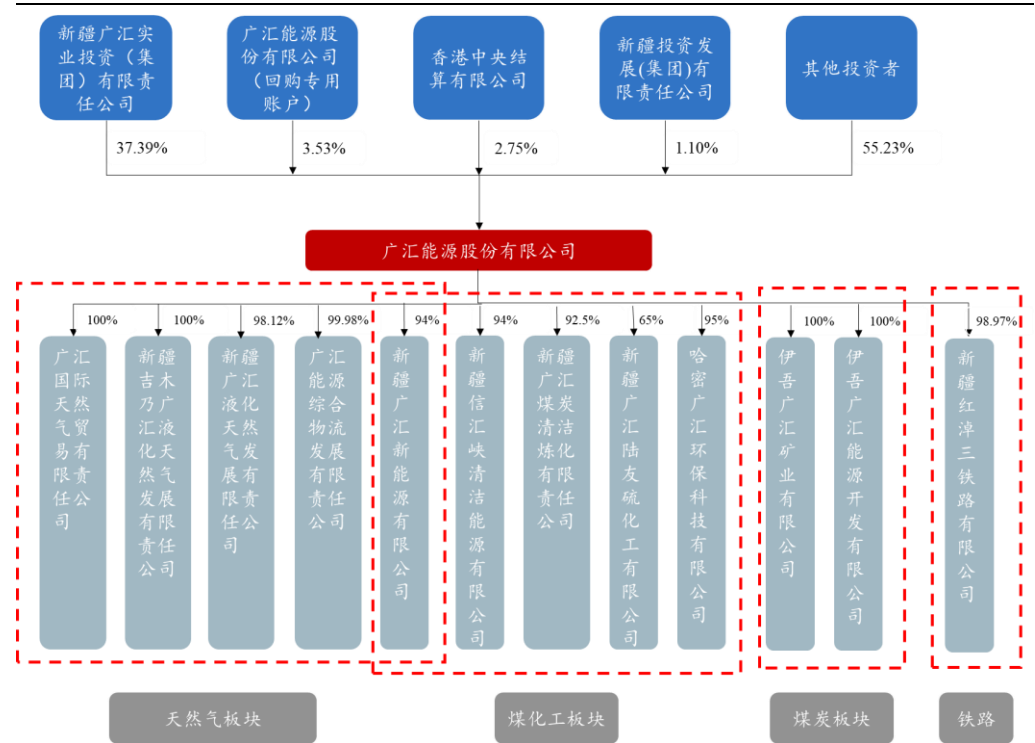
图 64: 2021 年乙二醇价格整体上涨明显	28
表 1: 公司在天然气、煤炭、煤化工三大板块均有布局	6
表 2: 公司天然气业务产能将继续扩大	9
表 3: 国内 LNG 接收站主要由“三桶油”投建	17
表 4: 启东 LNG 接收站周转量将继续扩大	18
表 5: 公司管网互联互通项目与下游多家公司达成协议, 共计供气 30.5 亿方/年	19
表 6: 截至 2020 年末, 公司煤炭可采储量为 60.11 亿吨	20
表 7: 公司煤化工业务主要包含甲醇、煤焦油、乙二醇三个产品线	24
表 8: 预计乙二醇项目有望为公司带来乐观/中性/保守 16.3/10.4/2.9 亿元毛利	28
表 9: 公司业务拆分及关键假设	29
表 10: 可比公司盈利预测与估值	30

1、深耕布局多产业链，做强能源化工领域

1.1、能源多产业布局，打造煤&气核心优势

广汇能源股份有限公司（简称“广汇能源”，股票代码“600256”）成立于1994年，原名为新疆广汇实业股份有限公司，2000年正式在上海证券交易所挂牌上市。公司目前拥有总股本67.54亿股，其中新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司持股比例37.39%，是公司第一大股东。公司拥有子公司150余家，重点包括天然气业务相关的广汇能源综合物流、广汇国际天然气贸易和新疆广汇液化天然气；煤炭业务相关的伊吾广汇矿业和伊吾广汇能源开发；煤化工业务相关的新疆广汇煤炭清洁炼化、新疆广汇陆友硫化工和新疆信汇峡清洁能源等，此外还有涉及铁路业务的新疆红淖三铁路。

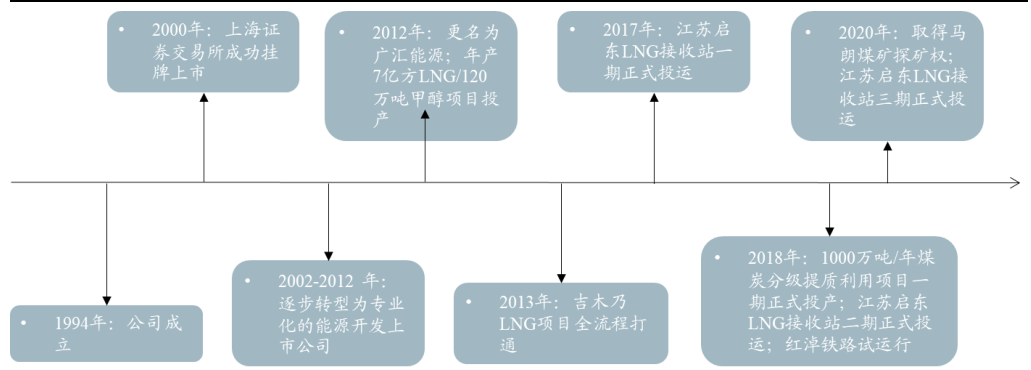
图1：公司股权结构：民营实际控制



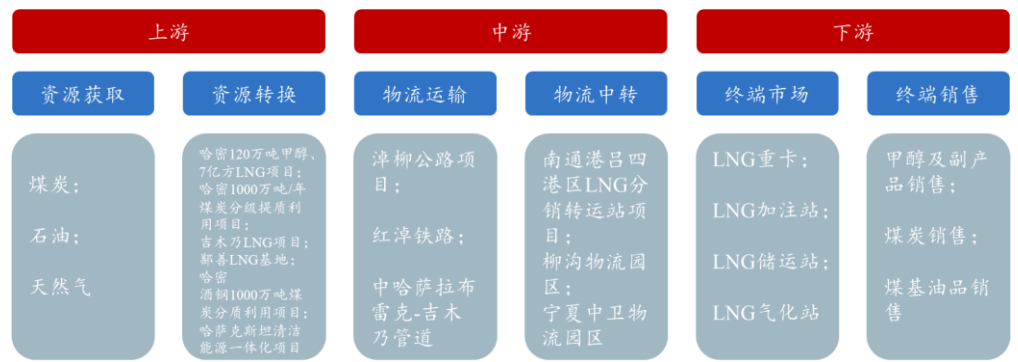
资料来源：公司官网、开源证券研究所

注：数据截至2021年度半年报

公司于2002年开始进行产业结构调整，并于2012年成功转型为专业化的能源开发上市公司。自上市以来，公司立足于新疆本土及中亚，面向全球，获取丰富的天然气、煤炭和石油资源，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。公司目前在能源领域已具备完整、配套的全产业链布局，上游拥有对疆内煤炭、境外油气等资源的权属，多项投资建设已见成效；中游将原有物流业务与能源产业发展相结合，采取复合供应模式，市场规模不断扩大；下游通过建设终端销售网络（城市管网建设、LNG、L-CNG加注站等），大力开发民用、车用、工业等应用领域，终端市场规模不断扩大。

图2：公司于2012年成功转型为专业化的能源开发上市公司


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图3：公司在上中下游能源全产业链均有布局


资料来源：公司公告、开源证券研究所

截至2021年中，公司天然气板块拥有自产气产能88万吨/年，其中吉木乃LNG工厂和哈密新能源工厂产能分别为39万吨/年和49万吨/年；贸易气产能以启东LNG接收站周转能力计算，目前为300万吨/年，计划2022年扩建至500万吨/年，2025年扩建至1000万吨/年。煤炭板块在白石湖矿区拥有原煤产能800万吨/年，根据新疆维吾尔自治区十四五规划将在现有产能基础上新增产能1200万吨/年，未来还将在马朗矿区规划建设1500万吨/年露井联采；拥有提质煤产能500万吨/年。煤化工板块拥有甲醇、煤焦油和乙二醇产能分别为120、100和40万吨/年。

表1：公司在天然气、煤炭、煤化工三大板块均有布局

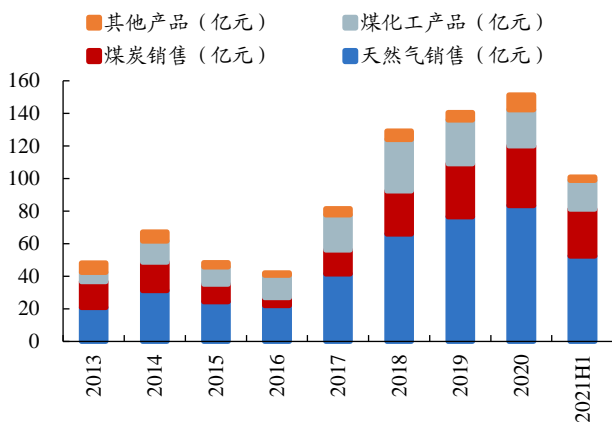
	产品	产能(万吨/年)	规划产能(万吨/年)
天然气	吉木乃LNG工厂	39	
	哈密新能源LNG工厂	49	
	启东LNG接收站	300	扩建至500(四期, 2022年)、 扩建至1000(规划, 2025年)
煤炭	原煤	800	新增1200(白石湖矿区)、 新增1500(马朗矿区)
	提质煤	500	
煤化工	甲醇	120	
	煤焦油	100	
	乙二醇	40	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、天然气业务带动业绩显著提升，公司经营日趋稳健

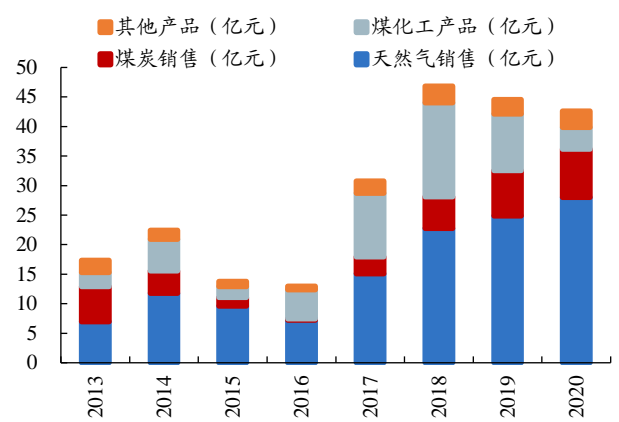
公司营收与利润显著提升，天然气业务贡献主要业绩增长。公司业务主要分为三大板块：天然气销售、煤炭销售及煤化工产品销售，自2015年以来，公司天然气销售对营收贡献稳定在50%以上，对毛利贡献稳定在48%以上。近年来公司天然气业务的快速发展带动公司整体显著业绩，2020年，公司实现营收151.34亿元，其中天然气销售业务实现营收83.84亿元，占总营收55.12%；公司实现毛利42.63亿元，其中天然气销售业务实现毛利42.63亿元，占总毛利65.66%。2021H1公司实现营收100.83亿元，其中天然气销售业务实现营收52.46亿元，占总营收52.03%；2021H1公司实现毛利32.02亿元。

图4：公司营业收入结构趋势：2015年以后天然气业务贡献营收占比达50%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

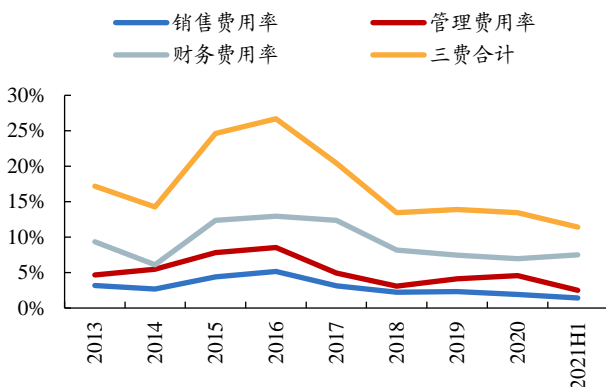
图5：公司毛利结构趋势：2020年天然气业务贡献毛利占比达66%



数据来源：Wind、开源证券研究所

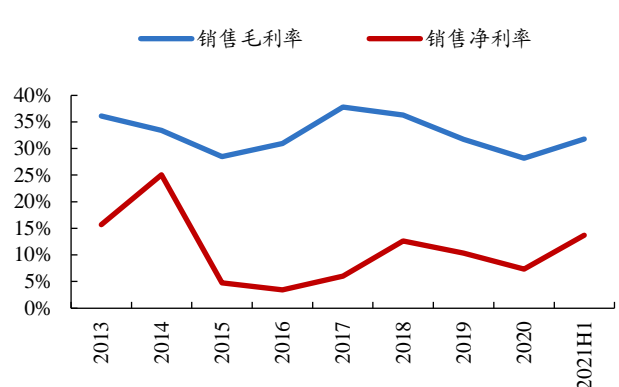
三费控制能力增强，销售净利率整体有所提升。财务费用和管理费用为公司主要的费用支出，2015-2017年费用化利息支出增加导致公司财务费用率大幅上涨，公司财务费用率超12%，三费合计超20%。此后，公司积极降低费用率，2018年以来，公司财务费用率、管理费用率及销售费用率均明显下降。2018-2020年，公司销售净利率分别为12.60%、10.32%和7.34%，2020年销售净利率下降主要系受新冠疫情疫情影响，运输受阻，销售价格降低所致，2021年上半年，公司销售净利率回升至13.68%。

图6：公司三费整体稳步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

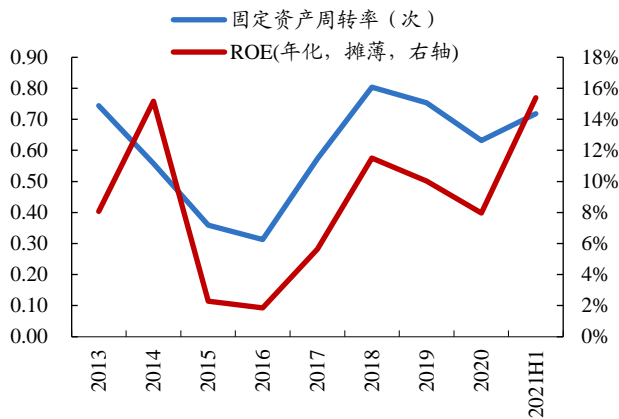
图7：公司销售毛利率及净利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

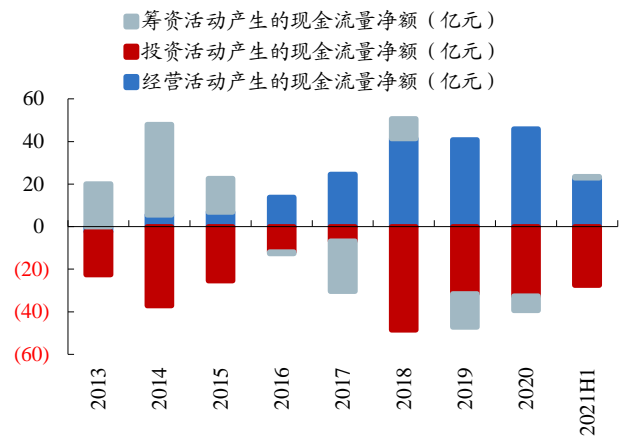
资产质量向好，现金流大幅增长。2017年之后，公司前期投资的多个天然气、煤炭和煤化工项目相继落地，逐渐进入业绩兑现期，2018-2021H1公司固定资产周转率分别为0.80、0.75、0.63和0.72次，ROE分别为11.50%、10.01%、7.96%和15.39%，较前期明显提升。2020年，公司固定资产周转率和ROE有所下降主要系疫情影响所致，2021H1随着疫情好转如期反弹。同时随着经营情况好转，公司现金流大幅改善，自2017年起公司经营性活动现金流大幅增长，基本能够覆盖投资活动现金流。

图8：公司固定资产周转率及ROE提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司现金流大幅改善



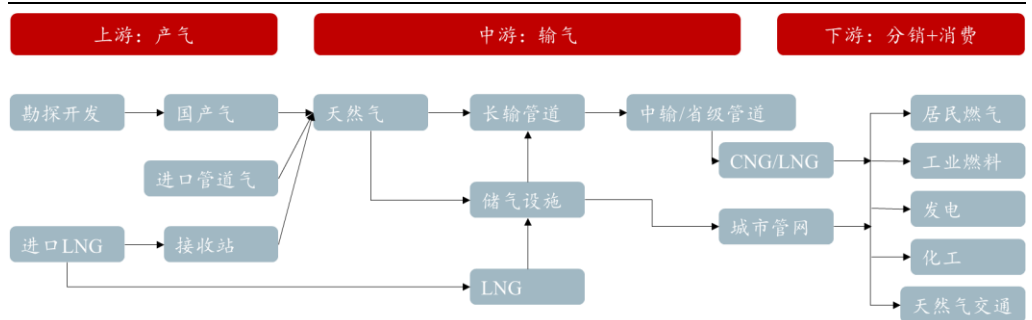
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、天然气业务：供需错配致行业高景气，量价齐升提升业绩

2.1、天然气业务规模稳步增长，为公司贡献主要盈利

天然气产业链共分为三个部分：上游勘探生产、中游运输以及下游分销。上游勘探生产主要指天然气的勘探开发，由三桶油为主的油气公司主导；中游运输包括通过长输管网、省级运输管道、LNG运输船和运输车等；下游为分销公司，主要由全国性或地方性燃气公司组成，终端消费领域为居民燃气、工业燃料、发电、化工等行业。

图10：天然气产业链共分为三个部分：上游勘探生产、中游运输以及下游分销



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

按照天然气资源的获取方式可将公司的天然气业务分为两大板块，分别为自产气和贸易气，其中自产气主要来自吉木乃 LNG 工厂和哈密煤化工项目，贸易气主要通过南通启东港吕四港区 LNG 接收站引进海外 LNG 资源。

吉木乃 LNG 工厂：气源来自公司控制的 TBM 公司所拥有的哈萨克斯坦斋桑油气田，通过自有油气田开采获得天然气产品，经深冷处理后生产出 LNG 产品，拥有产能约 39 万吨/年，生产成本较为固定，终端销售以车用 LNG 为主。

哈密新能源 LNG 工厂：生产原料主要为来自淖毛湖地区煤矿的自产煤炭，经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，目前拥有产能约 49 万吨/年，生产成本较为可控，终端销售亦以车用 LNG 为主。

南通启东港吕四港区 LNG 接收站：通过海外贸易，引进海外 LNG 资源，进行 LNG 的境内销售，通过赚取贸易价差实现利润。目前该接收站共完成三期建设，一期设计周转量 60 万吨/年，二期提升至 115 万吨/年，三期提升至 300 万吨/年。

图 11：公司天然气产业中自产气业务位于新疆，贸易气业务位于江苏



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表 2：公司天然气业务产能将继续扩大

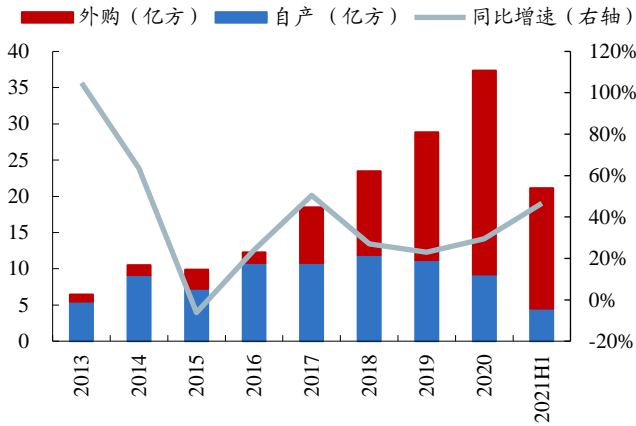
	产能 (万吨/年)	获取途径	投产时间	价格特征	销售特征	
自产气	吉木乃 LNG 工厂	39	管输气液化	2012 年	价格弹性	车用为主
	哈密新能源 LNG 工厂	49	煤化工项目副产	2012 年	价格弹性	车用为主
贸易气	吕四港 LNG 接收站	60	海外贸易	2017 年	价差弹性	液进液出
	吕四港 LNG 接收站二期	扩建至 115	海外贸易	2018 年底	价差弹性	液进液出
	吕四港 LNG 接收站三期	扩建至 300	海外贸易	2020 年	价差弹性	半液半气

资料来源：公司公告、开源证券研究所

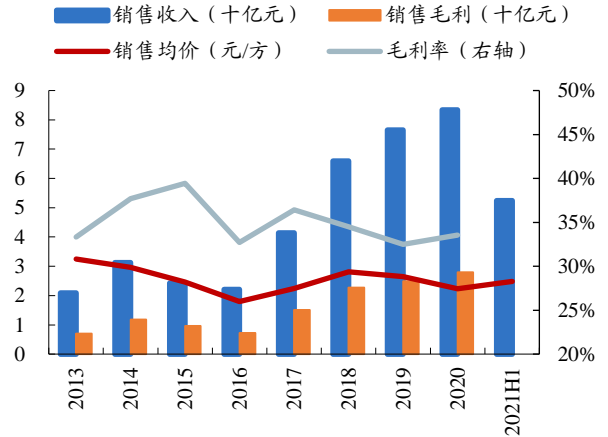
注：吕四港接收站一、二、三期产能为其设计周转量

天然气业务规模稳步增长，盈利能力不断增强。近几年公司重点布局天然气业务，板块业务规模逐年稳定增长。2013-2020 年公司天然气销量由 6.43 亿方/年增加至 37.34 亿方/年，CAGR 为 28.57%；其中外购部分由 0.97 亿方/年增加至 28.13 亿方/年，CAGR 为 61.80%。2021H1 公司天然气销量为 21.11 亿方/年，同比增加 46.46%；外购部分销量为 16.60 亿方/年，同比增加 76.08%。

与此同时，公司天然气业务的营收亦稳步增长，2013-2020 年公司天然气业务营业收入由 20.89 亿元增加至 83.42 亿元，CAGR 为 21.87%。2013-2020 年公司天然气业务毛利在 32%-40%之间波动，毛利率高且稳定性较好。

图12: 公司天然气销量稳步增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

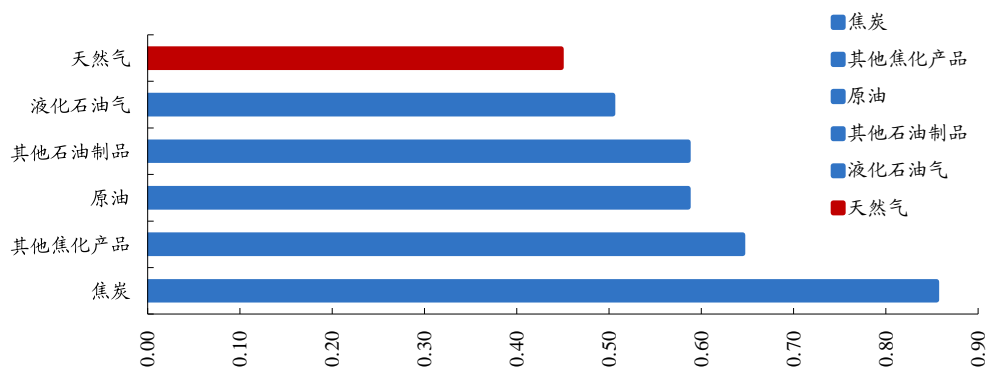
图13: 公司天然气业务毛利率常年稳定在32%以上


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、供需错配致行业景气，贸易气套利空间有望扩大

2.2.1、能源结构调整持续推进，天然气消费量有望长期增长

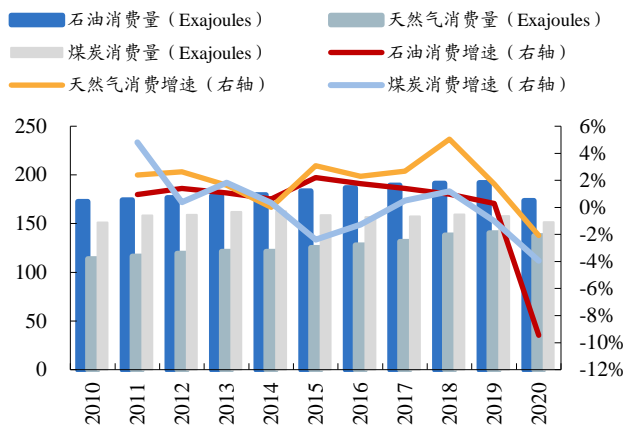
天然气相较石油、煤炭碳排放水平更低，是清洁能源的发展方向。根据联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）的假定，以碳排放系数衡量能源燃烧过程中产生的碳排放量，则天然气、原油和焦炭分别为 0.4483、0.5857 和 0.8550。在碳中和背景下，各国都需致力减少碳排放，优化能源结构是其中关键的一环，即通过提高碳排放水平更低的天然气在能源结构中的占比，从而控制和减少温室气体排放。

图14: 天然气碳排放系数低于石油及煤炭


数据来源: IPCC、开源证券研究所

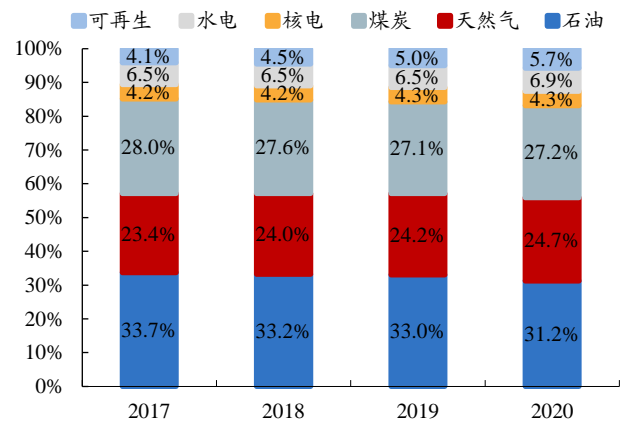
全球一次能源消费结构中天然气占比逐年提升。根据 BP 统计，截至 2020 年，全球一次能源消费结构中仍以石油为主，占比为 31.20%；其次为煤炭，占比为 27.2%；天然气占比为 24.7%，排在第三位。过去十年，石油、煤炭和天然气的消费平均增速分别为 0.07%、0.01%和 1.92%，天然气消费增速整体大幅领先石油和煤炭。2020 年受疫情影响，全球一次能源消费量同比均出现下滑，石油、煤炭和天然气的消费增速分别为-9.46%、-3.95%和-2.08%，天然气消费表现更具韧性。

图15: 全球天然气消费增速领先于石油及煤炭



数据来源: BP、开源证券研究所

图16: 天然气在全球一次能源消费中占比逐年提升

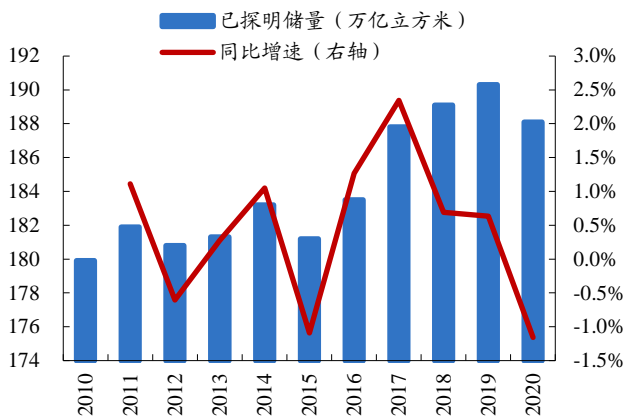


数据来源: BP、开源证券研究所

2.2.2、行业供需错配突出，海外天然气价格淡季强势上行

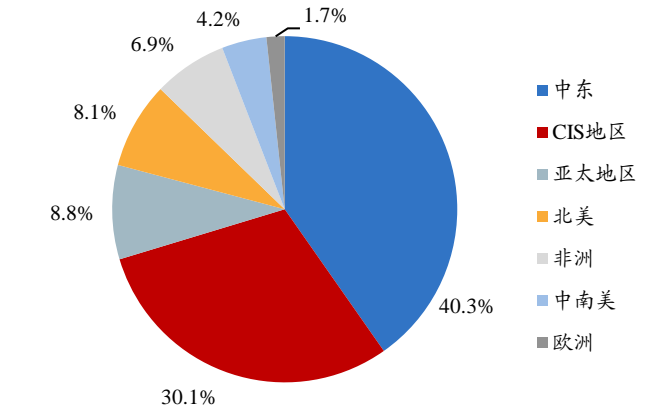
2020 年全球天然气已探明储量下降。2020 年受疫情影响，全球经济重创，供应端投资受限，天然气公司资本开支下降，天然气探明储备自 2015 年来首次下降。2020 年全球天然气已探明储量 188.1 万亿立方米，其中 40.3% 分布在中东，30.1% 分布在 CIS 地区，亚太地区 and 北美的占比则分别为 8.8% 和 8.1%。

图17: 2020 年全球已探明天然气储量下降



数据来源: BP、开源证券研究所

图18: 2020 年全球天然气已探明储量主要分布在中东及 CIS 地区

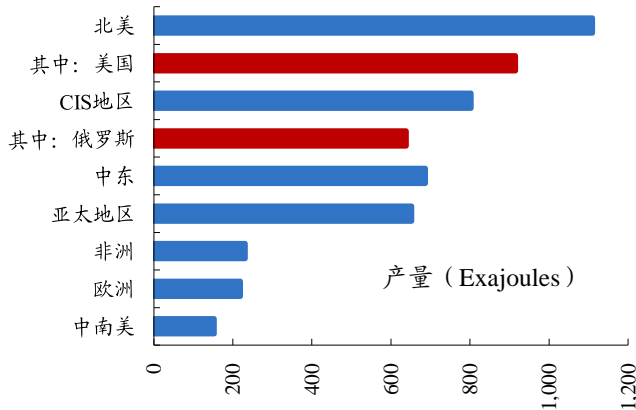


数据来源: BP、开源证券研究所

油气企业投资意愿低，2021 年全球天然气供应复苏进程缓慢。全球天然气的产量主要集中在北美和 CIS 地区，2020 年两地区产量分别为 1109.9Exajoules 和 802.4Exajoules，分别占全球总产量的 23.3% 和 16.8%。其中，美国产量为 914.6Exajoules，占北美地区产量 82.4%，占全球产量 23.7%，是世界第一大天然气产国；俄罗斯产量为 638.5Exajoules，占 CIS 地区产量 79.6%，占全球产量 16.6%，仅次于美国位列世界第二。2020 年受疫情冲击，油气价格持续走低，油气企业业绩受创纷纷下调资本开支。2021 年，尽管油气价全面恢复，但上游企业投资依然谨慎，根据加拿大皇家银行资本市场 (RBC Capital Markets) 对全球 190 家油气企业投资预

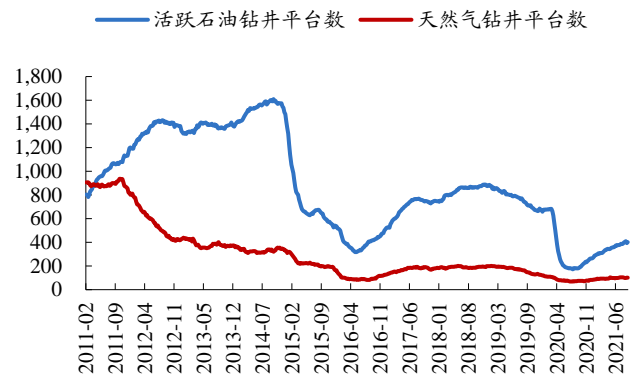
算统计数据，2021年其总投资预算为3480亿美元，较2020年增加4%，较2019年的4617亿美元低25%。根据Baker Hughes统计数据，2021年1-8月美国活跃钻井平台平均数为94.76台，较2020年同期仅增加4.31台，较2019年同期减少90.25台。上游油气企业投资意愿不足使得天然气供给恢复缓慢，这是2021年全球天然气供应偏紧的最主要原因。

图19：全球天然气主产国为美国和俄罗斯（2020年）



数据来源：BP、开源证券研究所

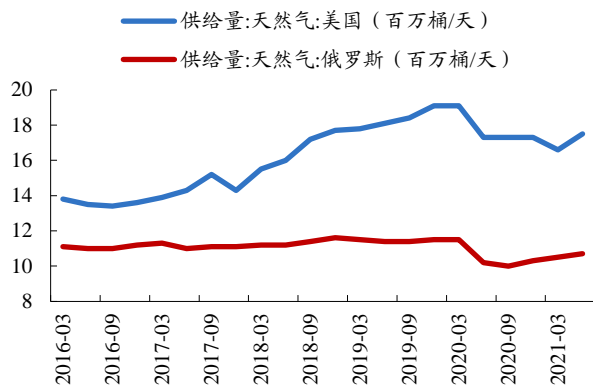
图20：2021年美国活跃石油天然气钻井平台数恢复缓慢



数据来源：Baker Hughes、开源证券研究所

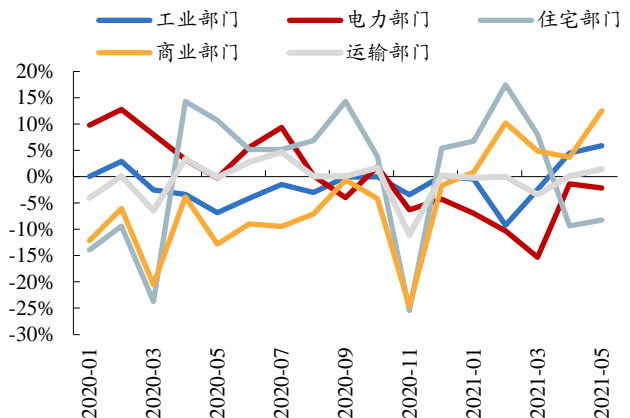
供需两端恢复速度不匹配，国际天然气价格淡季强势上涨。在供给端，由于油气企业投资意愿持续低迷，天然气供给恢复缓慢。2021年上半年美国天然气日平均供给量为17.1百万桶/天，同比减少6.32%；俄罗斯天然气日平均供给量为10.6百万桶/天，同比减少2.30%。在需求端，受经济活动持续恢复及多地极端天气影响，天然气需求持续旺盛。美国方面，2月德州罕见寒潮造成市场对加热燃料需求激增，住宅部门天然气消费量同比大幅增长；4月起受益于国内经济活动的恢复，工商业部门天然气消费增速由负为正；进入夏季，持续极端高温天气再次带动天然气需求走高。欧洲方面，根据Platts，欧盟Q1天然气消费量因供暖和电力需求同比上涨7.6%，高达141.8Bcm；夏季持续高温天气进一步推升天然气消费需求。在此背景之下行业供需矛盾突显，国际天然气价格大幅攀升。截至9月21日，NYMEX天然气期货收盘报价4.8美元/MMBtu，同比上涨155.43%；IPE英国天然气期货收盘报价182.2便士/色姆，同比上涨500.33%。

图21：2021年全球主要产气国天然气日供给量同比减少

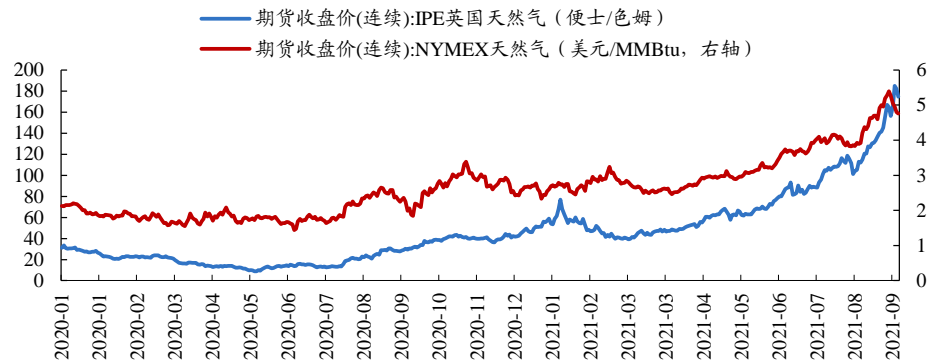


数据来源：OPEC、开源证券研究所

图22：美国五大部门天然气月度消费量同比变化不一



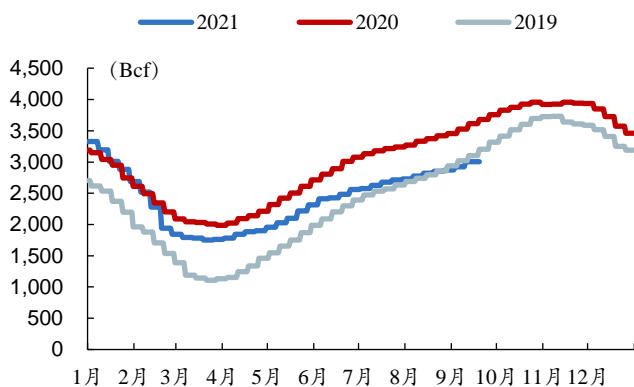
数据来源：EIA、开源证券研究所

图23: 2021年国际市场天然气价格持续上涨


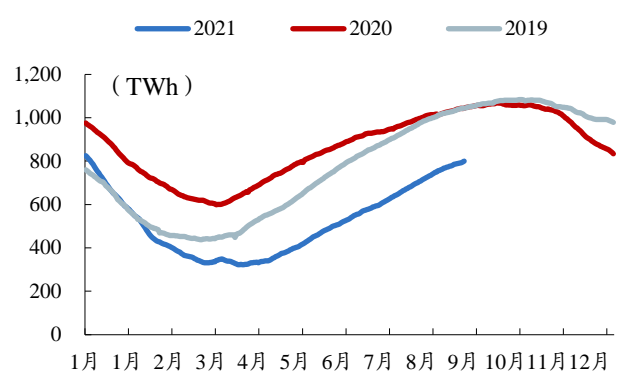
数据来源：IPE、NYMEX、开源证券研究所

全球主要消费地区天然气库存低位运行。通常情况下，冬季取暖需求使11月至次年4月为天然气消费旺季，从11月起进入去库存阶段，直至次年4月开启补库区间。2021年由于经济活动持续恢复及夏季多地高温，淡季补库节奏被打乱，全球主要消费地区天然气库存低位运行。根据EIA数据，截至9月10日，美国地下储气设施中天然气库存量为3006 Bcf，同比减少16.82%。根据AGSI+数据，截至9月19日，欧洲地区天然气库存量为799.5 TWh，同比减少23.61%。

各方补库存在刚需，后续价格易涨难跌。美国方面，受制于油气企业投资意愿低迷，预计后续产量难有明显增长，补库速度提升有限。**俄罗斯方面**，根据Gazprom 9月3日消息，若要满足俄罗斯冬季供暖需求，需在供暖季到来之前实现72.6 BCM的国内天然气库存，这一目标意味着Gazprom需在2个月内每天向俄罗斯的地下储藏库注入8000万立方米天然气，相当于其对西欧每日出口量的80%左右，补库需求强劲。**欧洲方面**，受制于自身资源禀赋不足，天然气供应长期依赖从俄罗斯、美国等国进口。2021年以来俄罗斯为推进“北溪-2”项目减少对欧洲天然气供应，是造成本轮欧洲天然气短缺的主要原因。尽管“北溪-2”项目已于2021年9月10日全面完工，但在启动正式输气程序之前还需取得德国监管机构的运营认证，预计耗时4个月，短期无法对欧洲市场天然气供应形成有效补充。强劲的补库需求，加之供给弹性不足，预计后续国际天然气价格仍有一定抬升空间。

图24: 美国地下储气设施中天然气库存量同比大幅降低


数据来源：IEA、开源证券研究所

图25: 欧洲天然气库存量处于近三年最低水平


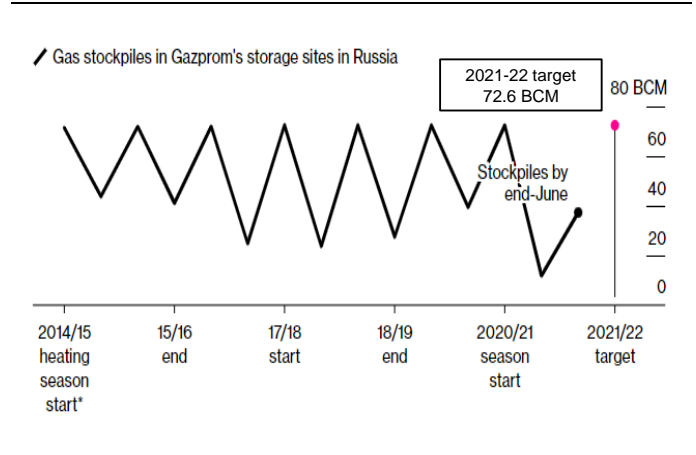
数据来源：AGSI+、开源证券研究所

图26: 俄罗斯为推进“北溪-2”项目, 减少对欧洲天然气供应



资料来源: Petroleum Economist

图27: 俄罗斯 Gazprom 公司天然气库存量处于低位

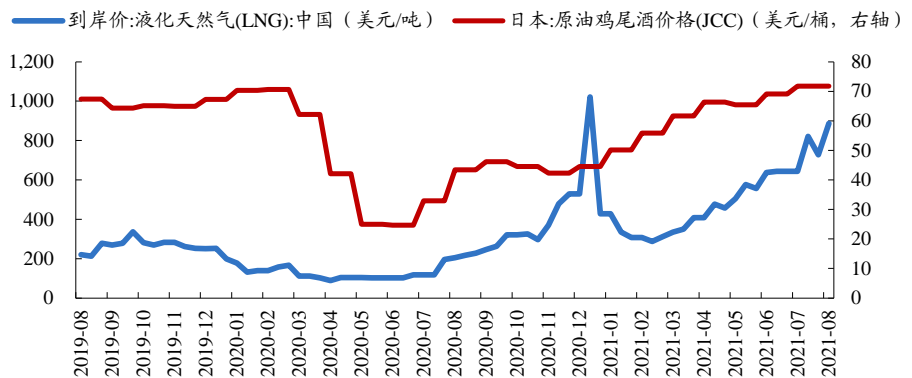


资料来源: Gazprom

2.2.3、进口 LNG 到岸价格不断走高, 贸易气套利空间提升

中国进口 LNG 长协价与日本进口原油加权平均价格 (JCC) 挂钩, 且整体呈现出更高波动性。由于日本 LNG 贸易发展较早, 亚太地区 LNG 进口长期协议价格主要与日本一揽子原油进口价格 (JCC) 挂钩。同时, 由于天然气在储存上难度高于原油, 储存成本相对高昂, 且受季节影响更为明显, 因此供给与需求之间缓冲空间更为有限, 反映在价格上即天然气价格较原油整体呈现出更高的波动性, 由此也为天然气贸易业务创造出更大套利空间。2021 年全球经济进入持续复苏阶段, 各国为提振本国经济施利利好政策, 刺激原油需求快速上涨, 国际原油价格持续上涨, 叠加海外市场天然气价格持续走高, 刺激我国天然气进口价格大幅上涨。

图28: 中国进口 LNG 到岸价与日本原油鸡尾酒价格挂钩

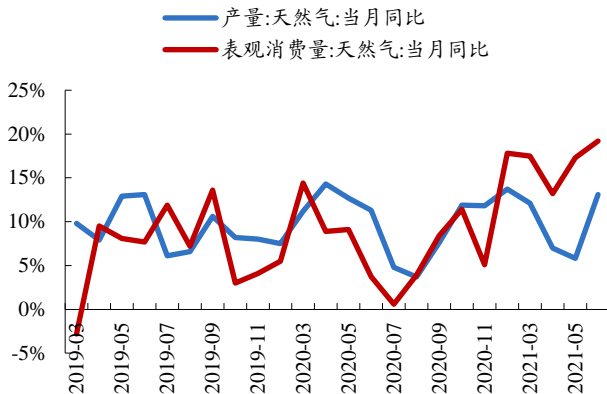


数据来源: Wind、开源证券研究所

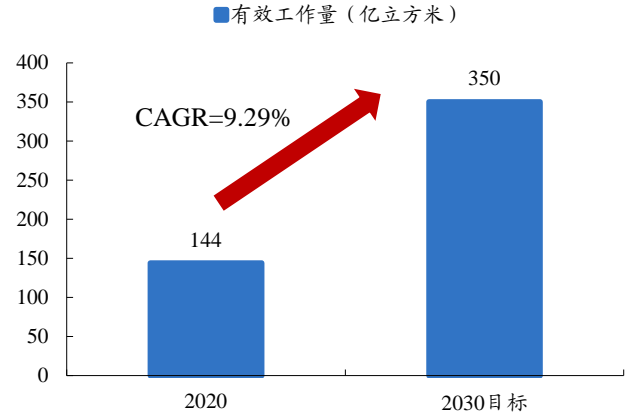
国内天然气储气调峰能力有限, 紧供给格局有望持续。在复工复产及能源转型政策的影响之下, 2021 年我国天然气消费增速亦持续领先产量增速, 行业呈紧供给格局。同时由于我国天然气储气调峰系统建设起步晚, 目前调峰能力有限。根据发改委数据, 2020 年我国地下储气库有效工作量为 144 亿立方米, 仅占全年消费量的 4.43%, 低于全球平均水平 12-15%, 更远低于发达国家。随着四季度传统旺季的来临, 预计紧供给格局难以改善, 有望支撑国内气价持续高位运行。

图29: 2021年中国天然气月度表观消费量增速领先产量增速

图30: 中国地下储气库工作量有待提高



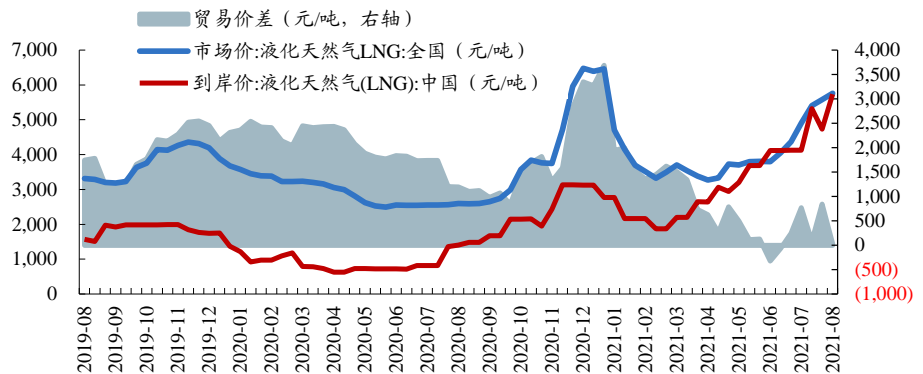
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所



数据来源: 发改委、开源证券研究所

公司有望受益海内外气价上涨, 贸易气套利空间扩大。受供给偏紧及油价上涨对价格拉动作用的影响, 我国天然气进口价格及国内市场价格持续上涨。对此, 公司积极把握国内外 LNG 市场走势, 利用仓储优势, 合理安排长短协及现货采购比例, 有效统筹“液进液出”和“液进气出”资源平衡, 有望进一步打开贸易气业务套利空间。

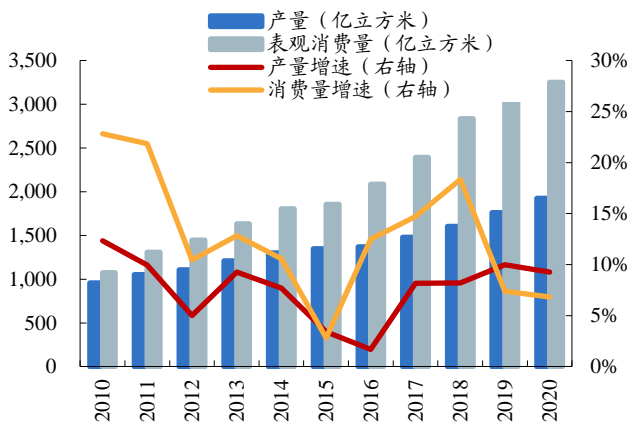
图31: 2021年内中国 LNG 市场价、到岸价持续上涨



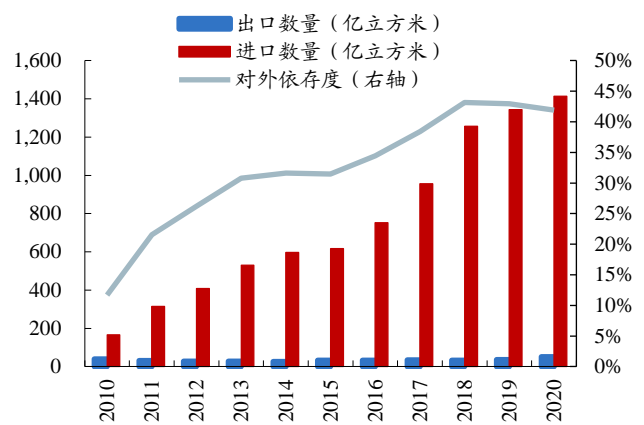
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、启东 LNG 接收站业务盈利能力强, 未来规模有望持续扩张

国内天然气供需缺口逐年扩大, 对外依存度居高位。21 世纪以来, 我国油气对外依存度大幅攀升, 亟需提升国内油气开发力度, 实现自主可控。从消费上看, 我国天然气表观消费增速连续两年低于产量增速, 对外依存度有所下降, 但供需缺口仍逐年扩大。2020 年我国天然气需求缺口为 1325.37 亿立方米, 较 2019 年增加 3.48%。我国为第一大天然气进口国, 2020 年天然气进口量为 1413.52 亿立方米, 同比增加 5.28%。受益于“十三五”规划及近两年国内油企上产计划, 天然气产量有较大提升, 对外依存度逐渐改善, 但仍保持在 40%以上的高位水平。

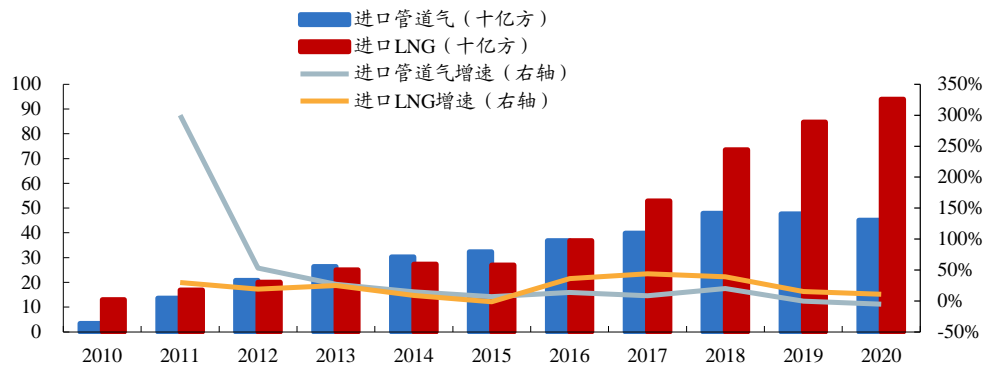
图32: 中国天然气表观消费量逐年提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 中国天然气对外依存度居高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

LNG 是我国进口天然气供应的主要途径。进口天然气主要为管道气和 LNG 进口, 由于进口 LNG 在价格及距离方面较进口管道气都存在一定优势, 因此逐渐发展成为我国进口天然气的主要方式。2020 年我国天然气进口量共计 1391 亿方, 其中 LNG 进口量 940 亿方, 占进口总量的 67.58%。

图34: 进口 LNG 为我国天然气进口的主要方式


数据来源: BP、开源证券研究所

通过 LNG 接收站进口天然气优势显著, 民企进入壁垒高。国际 LNG 贸易通常通过海运送往各个进口国港口, LNG 运输船到达码头后通过装置运送至港口 LNG 接收站, 后通过槽车或者管道运输等方式送至下游客户。LNG 接收站除接收海外进口天然气外, 还配备 LNG 储罐用于储备调峰。LNG 储罐具有一定的削峰填谷的作用, 接收站也可根据实际消费情况适时调整船期到货。截至 2020 年底, 我国共建成 LNG 接收站 26 座, 在建一座, 总接收能力共计 8480 万吨/年, 大多数为国企所有。尽管自 2016 年起国家为刺激天然气消费量的增长放开对天然气气源的管制, 开放 LNG 接收站的建设, 但由于项目涉及特殊危化品, 审批门槛较高, 加之前期投资金额较大, 进入的民营企业寥寥无几。

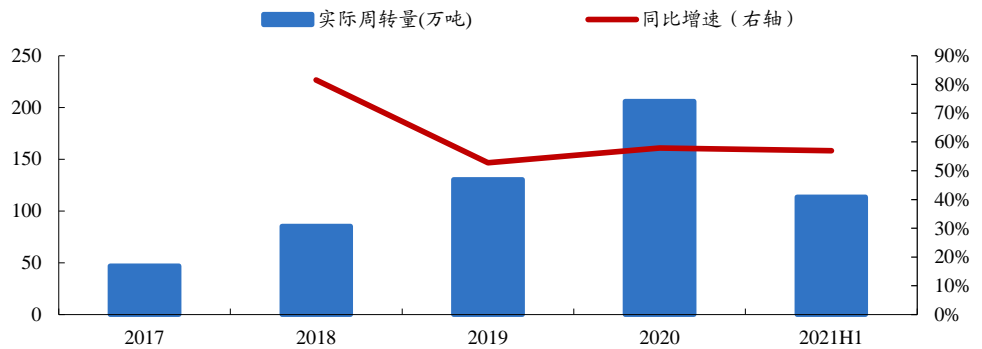
表3: 国内 LNG 接收站主要由“三桶油”投建

序号	项目名称	投资方	投产时间	最新设计周转量 (万吨/年)
1	广东大鹏	中海油 35%、BP30%、深燃等	2006 年	680
2	上海五号沟	中能等	2008 年	150
3	福建莆田 LNG	中海油 40%、福建投资集团 40%	2008 年	630
4	上海洋山	中海油 45%、中能 55%	2009 年	300
5	江苏如东 LNG	中石油 55%	2011 年	650
6	大连 LNG	中石油 75%	2011 年	600
7	东莞九丰 LNG	广业投资 46.43%、九丰 42.58%	2012 年	150
8	浙江宁波 LNG	中海油 51%、浙能 29%、宁波电力 20%	2012 年	300
9	珠海金湾 LNG	中海油 50%、粤电 25%、广州燃气 25%	2013 年	350
10	唐山曹妃甸港 LNG	中石油 51%、北控 29%、河北天然气 20%	2013 年	650
11	天津浮式 LNG 接收终端	中海油 46%、天津港 40%、天津燃气 9%	2013 年	220
12	海南洋浦 LNG	中海油 65%、海南发展 35%	2014 年	300
13	海南中油深南 LNG 储备库	中石油	2014 年	60
14	山东青岛董家口 LNG	中石化等	2014 年	300
15	广西北海 LNG	中石化	2016 年	300
16	粤东惠来 LNG	中海油	2017 年	200
17	启东 LNG 分销转运站	广汇能源	2017 年	300
18	天津 LNG	中石化	2018 年	300
19	浙江舟山 LNG	新奥集团	2018 年	300
20	深圳市 LNG 调峰库工程	深圳燃气	2018 年	80
21	深圳迭福	中海油 70%、深圳能源 30%	2018 年	400
22	广西防城港	中海油	2018 年	60
23	潮州闽粤经济合作区 LNG 储配站	华丰集团	2019 年	200
24	浙江独山港 LNG	协鑫油气、杭州市燃气、嘉兴市燃气	2020 年	300
25	江阴 LNG 储配站	中天能源	2020 年	200
26	大麦屿能源(LNG)中转储运	玉环市人民政府、中能等	2020 年	200
27	福建漳州 LNG	中海气电等	2022 年	300
合计				8480

数据来源: 各政府官网、中国城市燃气协会、开源证券研究所

启东 LNG 接收站规模稳步扩张, 周转量持续增加。2015 年, 公司通过租用大连 LNG 接收站首次切入 LNG 进口业务。2017 年 6 月, 公司南通启东吕四港一期转运站正式投入试运行, 项目设计 1#、2# 5 万方储罐投产, 设计周转量达到 60 万吨/年, 公司分别于 2018 年及 2020 年完成两次扩建, 设计周转量提升至 300 万吨/年。随着启东 LNG 接收站规模稳步扩张, 周转量亦持续增加。2017-2020 年启东 LNG 接收站周转量由 47 万吨上升至 205.85 万吨, 同比增速均保持在 50%以上; 2021H1 完成周转量 113.44 万吨, 同比增加 56.94%。

根据公司披露, 公司还计划在启东建设四期 5# 20 万方 LNG 储罐, 目前已完成总工程量 30%, 计划于 2022 年年内建成投产, 届时接收站周转能力将达到 500 万吨。在此之后, 6#、7# 20 万方储罐及配套项目计划于 2022 年开工建设, 2025 年建成投运, 届时接收站周转能力将达到 1000 万吨。

图35: 启东 LNG 接收站周转量稳步增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

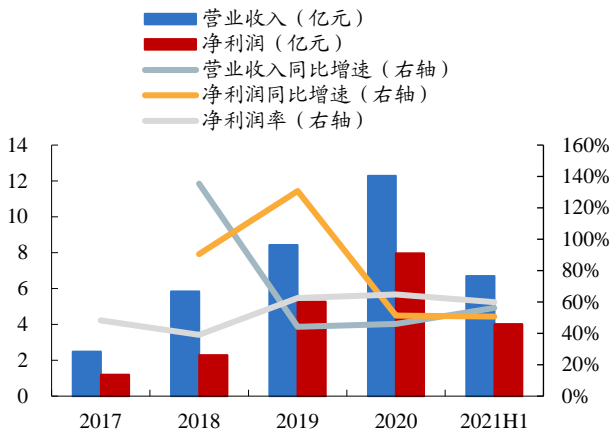
表4: 启东 LNG 接收站周转量将继续扩大

项目名称	新增储罐(万方)	设计总周转量(万吨/年)	投产时间
一期	2*5	60	2017年6月
二期	16	扩产至115	2018年11月
三期	16	扩产至300	2020年11月
四期	20	扩产至500	2022年
规划	2*20	扩产至1000	2025年

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

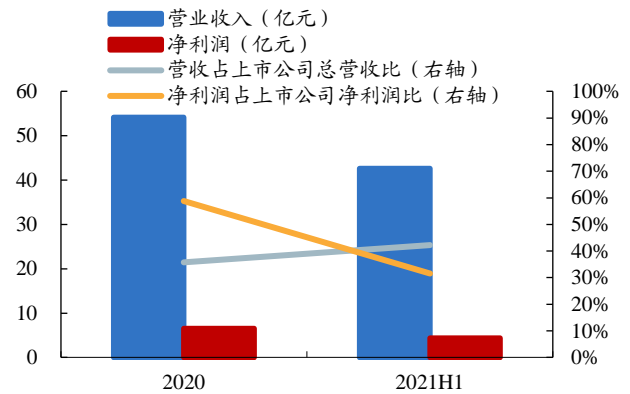
启东 LNG 接收站盈利能力强, 规模扩张显著提升业绩。启东 LNG 接收站的盈利主要分为两个部分: 仓储服务收费和天然气贸易套利。仓储服务收费是接收站盈利的基础, 收费标准受接收站的建设时间、建设位置、建设规模、建设成本以及市场规模等不同因素影响, 但大多固定在某一区间范围。仓储服务部分的盈利能力较为稳定, 其收入的增长主要依靠接收站规模的扩张。子公司广汇能源综合物流发展有限公司主要负责 LNG 接收站的仓储服务运营, 随着接收站周转量不断增长, 2017-2020 年该子公司业务收入由 2.49 亿元提升至 12.30 亿元, 涨幅高达 395.53%, 净利润则由 1.20 亿元提升至 7.97 亿元, 涨幅高达 565.34%, 2019、2020 年该子公司净利润率分别高达 62.54%和 64.82%。2021H1 该子公司盈利进一步提升, 分别实现营收和净利润 6.70 亿元和 4.01 亿元, 同比分别上涨 56.24%和 50.72%, 净利润率为 59.80%。预计随着三期 4# 16 万方储罐持续投入使用, 子公司广汇能源综合物流发展有限公司业绩将稳步上涨。

子公司广汇国际天然气贸易有限责任公司主要负责 LNG 接收站的天然气销售业务, 利润来源主要为天然气贸易价差。2020 年该子公司共实现营收 54.16 亿元, 占公司总营收 35.79%; 实现净利润 6.52 亿元, 占公司净利润 58.77%; 净利润率为 12.05%。2021H1 该子公司共实现营收 42.16 亿元, 占公司总营收 42.26%; 实现净利润 4.36 亿元, 占公司净利润 31.59%, 占比下降主要系公司的煤炭及煤化工板块业务景气回暖盈利同比增强所致; 净利润率为 10.22%, 因收入规模快速扩大而略有下滑。

图36: 启东 LNG 接收站仓储服务盈利能力稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 启东 LNG 接收站的仓储业务由子公司广汇能源综合物流发展有限公司负责执行

图37: 启东 LNG 接收站天然气销售业务为公司最主要利润来源之一


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 启东 LNG 接收站的天然气销售业务由子公司广汇国际天然气贸易有限责任公司负责执行

管网互联互通, 进一步完善下游布局。2018年7月, 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、聪蔚科技公司五方签订《启通天然气管线项目投资协议书》, 共同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, 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。

在市场落实方面, 公司在项目成立之初便与南通天生港发电有限公司等多家公达成多项协议, 共计供气规模 30.5 亿方/年。此后, 公司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, 计划未来合作天然气气量将逐年增至 25 亿方/年, 达到启通天然气管线设计 40 亿方/年输气能力的 62.5%。

表5: 公司管网互联互通项目与下游多家公司达成协议, 共计供气 30.5 亿方/年

协议项目	合作对象	供气规模
燃机热电联产项目	南通天生港发电有限公司	10.5 亿方/年
通州湾天然气分布式能源项目	华电江苏能源有限公司	5 亿方/年
镇江宏顺煤改气燃机项目	丹徒区政府、中国能源建设集团投资有限公司	5 亿方/年
天然气代输项目	中国石油西气东输管道公司	10 亿方/年
合计		30.5 亿方/年

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、煤炭业务：市场高景气度运行，高价格低成本业绩值得期待

3.1、优质煤炭储量丰富，盈利稳定提升

公司的煤炭资源主要分布在哈密淖毛湖地区，截至 2020 年底，已探明六大煤田资源储量共计 65.97 亿吨，可采储量 60.11 亿吨，主要煤种为长焰煤，具有低灰、低碳、固定碳高、发热量高的特点，可作优质的动力煤和化工原料用煤。公司煤矿主要为露天煤矿，采用“单斗电铲—卡车—半固定破碎站—带式输送机”半连续开采工艺进行露天开采，回采率达到 95% 以上，总体呈现开采难度低、成本低的双低优势。

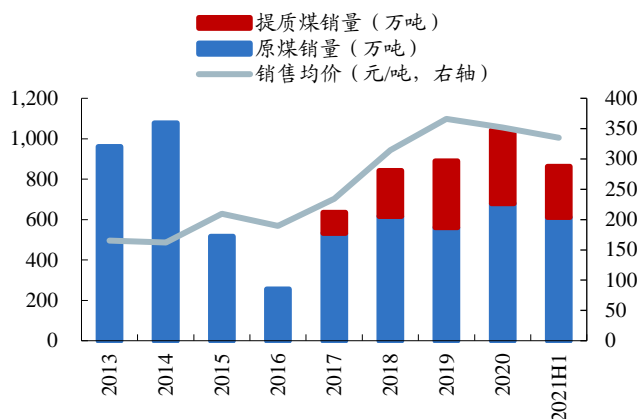
表6：截至 2020 年末，公司煤炭可采储量为 60.11 亿吨

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

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2016 年，国内煤炭行业供给侧改革不断深入，去产能力度加大，煤炭行业供需矛盾明显，行业内客户竞价间激烈，加之淖毛湖周边兰炭厂大面积停产等不利因素，煤炭板块业绩大幅下滑。此后，公司积极整合资源、开拓外部市场，煤炭板块销量及营收逐年上涨。2020 年公司共计煤炭销量 1043.4 万吨，同比上涨 17.29%；实现销售收入 36.68 亿元，同比上涨 12.69%；实现毛利 8.20 亿元，同比上涨 6.62%；毛利率 22.35%。2021H1 公司共计煤炭销量 862.23 万吨，同比上涨 59.34%；实现销售收入 28.89 亿元。

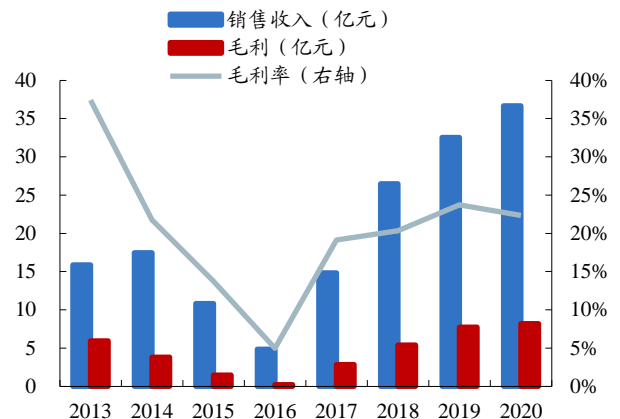
图38：2016 年以来公司煤炭销量稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：不含公司自用煤销售数据

图39：2016 年以来公司煤炭业务毛利稳步增长

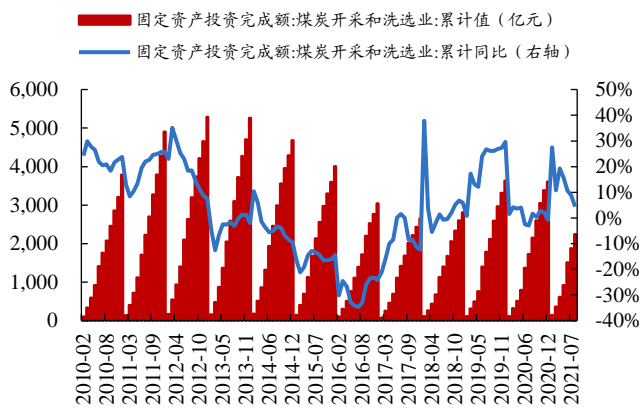


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、紧供给造就煤炭行业强势格局，煤价中枢不断上移

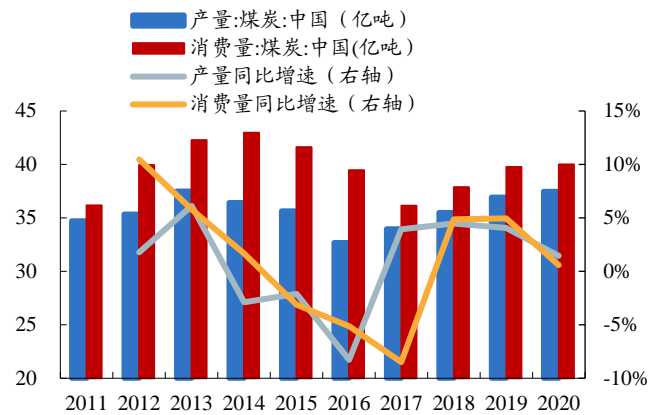
去产能政策约束下行业资本开支大幅下滑，全国煤炭产量增速放缓。2002-2011年为我国煤炭行业“黄金十年”，经济快速增长带动煤炭产能持续扩张。2012年开始，国内经济增速放缓，煤炭行业产能飞速扩张造成煤炭供给严重过剩，行业发展经历“艰难时刻”。2016年，煤炭行业开启供给侧改革，化解过剩产能成为行业发展重心，煤炭行业资本开支大幅下降。2016年我国煤炭开采和洗选业共计完成投资额16,413亿元，同比减少27.45%。2018年以后，供给侧改革重心由“去总量”向“调结构”转移，相关部门陆续发布政策支持新增优质产能，煤炭行业资本开支有所回升，但由于不少煤企对行业存悲观预期，行业资本开支仍远低于改革前的水平。在此背景之下，近年来全国煤炭产量增速缓慢。

图40：2016年后我国煤炭行业固定资产投资额大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

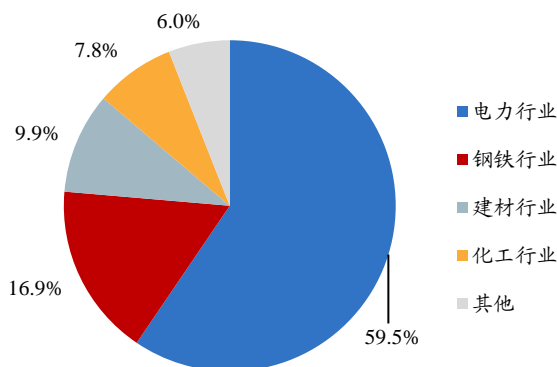
图41：2016年以来我国煤炭产量增长缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

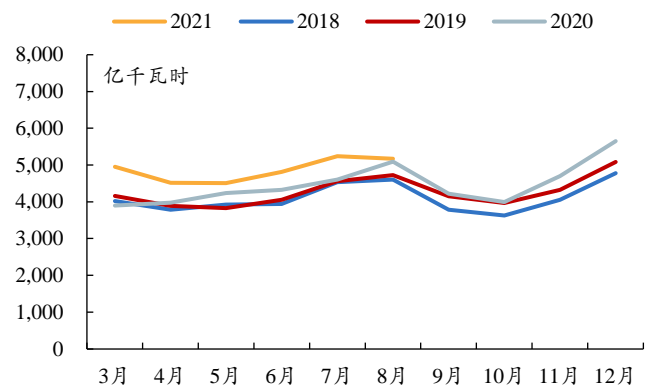
火电消费超预期，推升煤价上涨。在我国煤炭的下游消费结构中，占比排名第一的为电力行业，为59.5%，其余依次为钢铁、建材及化工行业，占比分别为16.88%、9.87%、7.79%。2021年上半年，宏观经济持续复苏背景下电力需求大幅增长。根据国家发展改革委最新数据，2021年1-8月全国规模以上工业发电量同比增长11.3%，较2019年同期增长11.6%，两年平均增长5.7%。其中火力发电38,703.90亿千瓦时，同比增长12.74%。

图42：中国煤炭下游主要为电力行业（2019年）



数据来源：中国煤炭工业协会、开源证券研究所

图43：2021年国内火电发电量明显提升

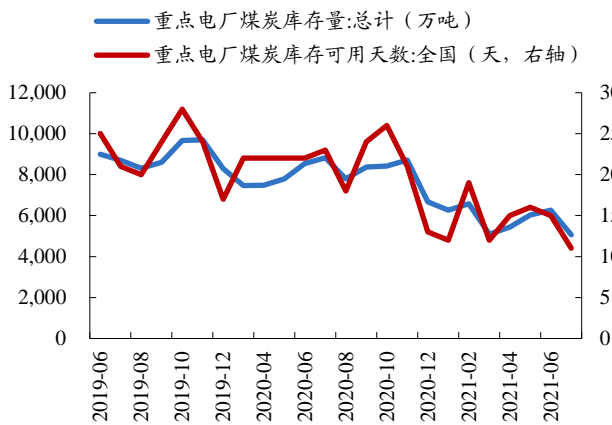


数据来源：Wind、开源证券研究所

下游补库存在刚需，煤炭价格有望维持高位。2021年上半年国内重点电厂煤炭库存量持续下降，2021年7月国内重点电厂煤炭库存量为5067万吨，环比下降19.12%，同比下降42.60%；平均库存为11天，环比减少7天，同比减少12天。供需错配支撑下动力煤价格不断攀升，2021H1秦皇岛Q5500动力煤均价为806.27元/吨，较2020年同期均价上涨49.12%；三季度延续上半年涨势，报价接连创历史新高，截至9月22日，秦皇岛Q5500动力煤报价1437.50元/吨。往后看，下游低库存压力下补库存在刚需，监管方面出于冬季能源稳定供应的考虑，对电厂安全库存要有较强要求，同时北方冬储需求也将陆续释放，预计紧供给格局将持续，煤炭价格继续高位运行。

图44：国内重点电厂煤炭库存总量及可用天数同比均大幅减少

图45：2021年秦皇岛Q5500动力煤价格持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、红淖铁路通车增强疆煤外运能力，有望打开新市场空间

红淖铁路项目位于新疆哈密地区，由红柳河至淖毛湖及淖毛湖矿区铁路组成，线路总长435.125公里。该项目由子公司新疆红淖三铁路有限公司投资建设，是国家核准的新疆首条地方铁路。2020年11月30日起，红淖铁路项目“红柳河站-淖毛湖站（含货场）-白石湖东段”实现投产转固。红淖铁路正式通车为公司煤炭及煤化工产品外运提供重要保障，进一步降低了产品的运输和仓储成本。

红淖铁路现由红淖铁路公司负责经营管理，同时与乌鲁木齐铁路局签订协议，将铁路设备设施运输管理相关业务委托给乌铁局管理，红淖铁路公司根据货物运输计划向乌鲁木齐铁路局申请调用货运列车，有效保障顺利接入兰新线铁路段。自通车后，货运量不断提升，2020年实现装车2462列，货物发运量856.07万吨，同比增长37.33%；2021H1实现装车1476列，实现运量524.07万吨，同比增长10.61%。

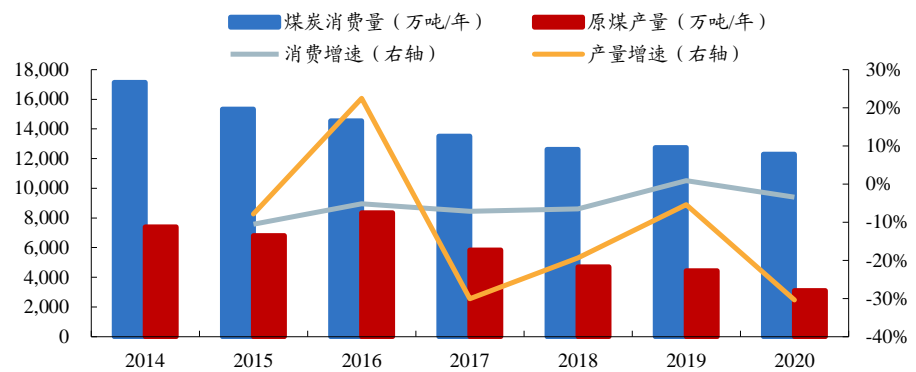
图46: 红淖铁路项目位于新疆哈密地区, 由红柳河至淖毛湖及淖毛湖矿区铁路组成



资料来源: 公司公告

红淖铁路顺利通车为进一步打开川渝地区煤炭市场铺平道路。根据规划, 红淖铁路日后将与将淖铁路接轨, 共同服务吐哈、准东两大新疆煤田矿区, 向西向北分别与乌准铁路和阿富准铁路相连, 向东分别与兰新铁路、哈临铁路相连, 进而达到河西走廊、川渝、内蒙及京津冀地区。川渝地区煤炭资源长期存在较大缺口, 公司近年来在新疆、甘肃等传统煤炭市场之外, 积极开川渝等地煤炭市场。红淖铁路建成通车后, 有望为公司的煤炭业务带来可观的销售增量。

图47: 川渝地区煤炭供给长期存较大缺口



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、煤化工业务: 景气上行业绩释放, 布局乙二醇助力新成长

4.1、大力布局现代煤化工, 深挖自有煤炭资源价值

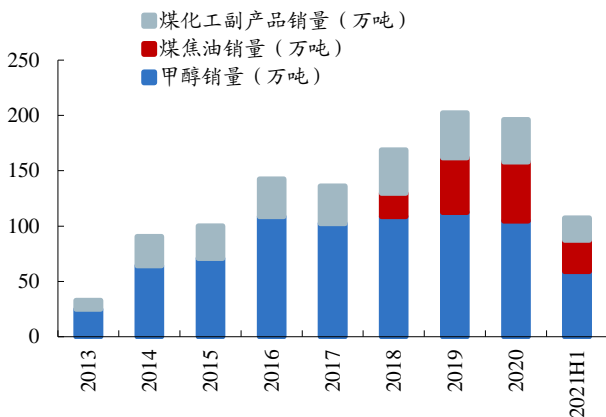
对煤炭资源进行合理开发生产新型煤化工产品, 具有较好的经济效益, 是国家能源战略的发展趋势, 亦是煤炭企业发展的重要方向之一。公司利用自产煤炭, 大力布局现代煤化工产业, 目前已形成 120 万吨甲醇、100 万吨煤焦油的生产规模, 另有 40 万吨乙二醇于 2021 年 9 月份进入试生产环节, 并将于 10 月正式投入量产。

表7: 公司煤化工业务主要包含甲醇、煤焦油、乙二醇三个产品线

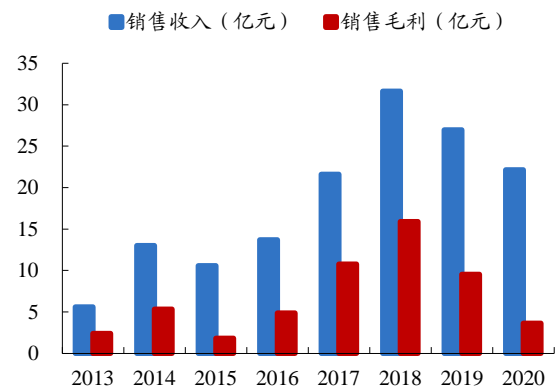
产品	产能(万吨/年)	实施主体	备注
甲醇	120	新疆广汇新能源有限公司	-
煤焦油	100	新疆信汇峡清洁能源有限公司	-
乙二醇	2*20	哈密广汇环保科技有限公司	2021年9月试生产

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

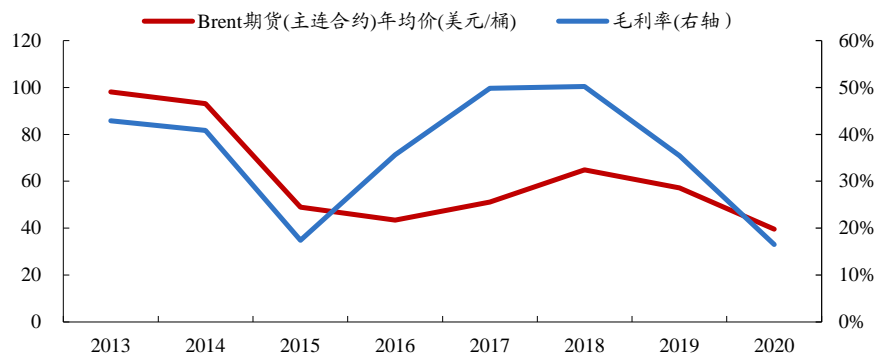
煤化工业务规模逐年扩大, 毛利率与油价关联性较强。随着公司在煤化工板块不断加强投入, 该板块营收规模不断扩大。2013年公司煤化工板块营收为5.60亿元, 至2020年上涨至22.12亿元, CAGR为21.68%。公司煤化工业务生产采用自有煤炭, 成本端较为固定, 毛利率随油价波动较大, 在油价上涨的年份, 产品成本优势增强, 盈利提升。

图48: 2017年以来公司煤化工板块产品销量逐年增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图49: 公司煤化工业务营收及毛利呈周期性波动


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

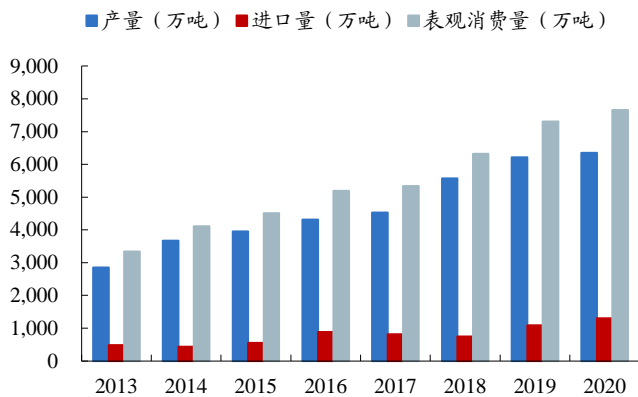
图50: 公司煤化工板块毛利率与油价关联性较强


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

4.2、甲醇：原料端与需求端双支撑，驱动产品价格不断上涨

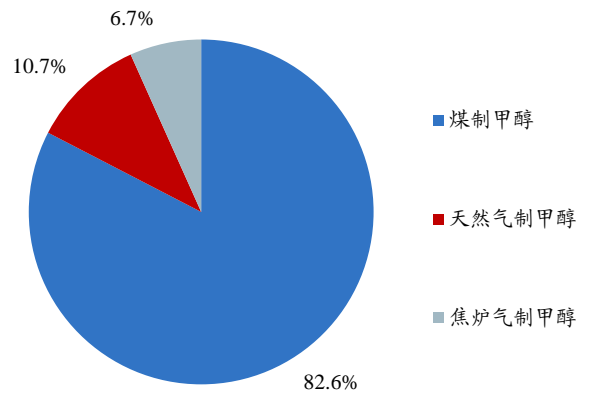
原材料成本抬升带动甲醇价格上涨。中国甲醇产量及消费量稳定增长，2013-2020年全国甲醇生产总量由2852万吨/年增长至6357万吨/年，CAGR为12.13%；2013-2020年全国甲醇消费总量由3338万吨/年增长至7657万吨/年，CAGR为12.59%。在我国，甲醇供应整体以煤炭为主（82.6%），其次为天然气（10.7%），2021年国内煤炭及天然气价格持续上涨带动甲醇价格大幅上涨。同时由于甲醇自身所具备的能源属性，原油价格回升进一步带动甲醇价格上行。2021年上半年甲醇期货（活跃合约）结算均价为2400.9元/吨，较2020年同期上涨28.70%，三季度涨势延续，目前甲醇期货（活跃合约）结算价已突破3000元/吨大关。

图51：国内甲醇消费量稳定增长



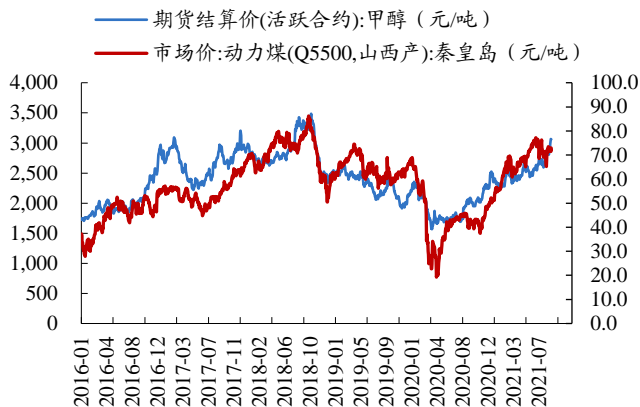
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图52：煤制甲醇为国内甲醇主要生产路线（2020年）



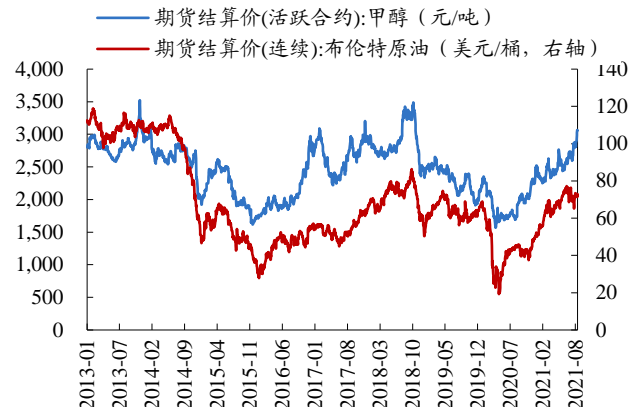
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图53：2021年甲醇与动力煤价格同步持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

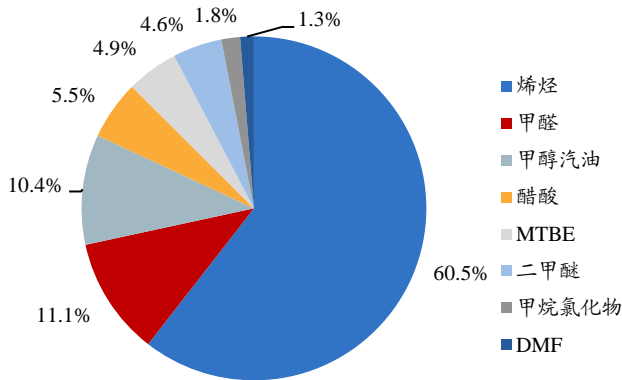
图54：2021年甲醇与原油价格同步持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

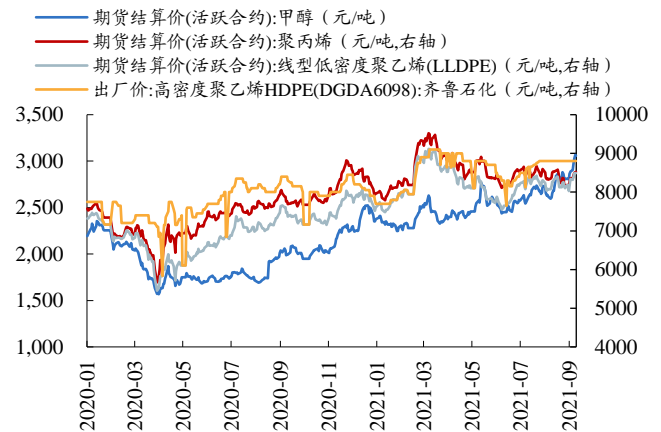
下游烯烃同步涨价，对甲醇涨价提供空间。2020年甲醇下游消费结构中，烯烃排第一位占比为60.5%，其余依次为甲醛（11.08%）、甲醇汽油（10.36%）和醋酸（5.54%）等。在我国，烯烃的制备整体呈现“以油为主，以煤为辅”的特征，在油价高企背景下，烯烃价格走高，对甲醇涨价形成支撑。公司甲醇业务有望受益产品涨价，盈利大幅提升。

图55: 甲醇下游主要应用为烯烃 (2020年)



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图56: 2021年下半年以来, 甲醇与烯烃价格同步走高

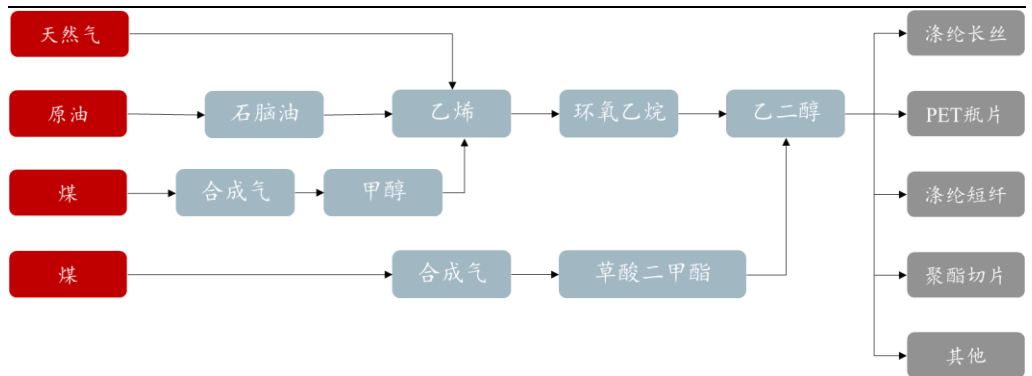


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、乙二醇: 项目顺利投产有望为公司贡献可观的业绩增量

乙二醇是石油化工行业重要的基础有机原料, 工业上采用天然气、原油和煤等原材料在一定条件下制得。乙二醇主要用于聚酯的生产, 终端消费领域为纺织服装、包装材料、表面活性剂以及印刷等行业。

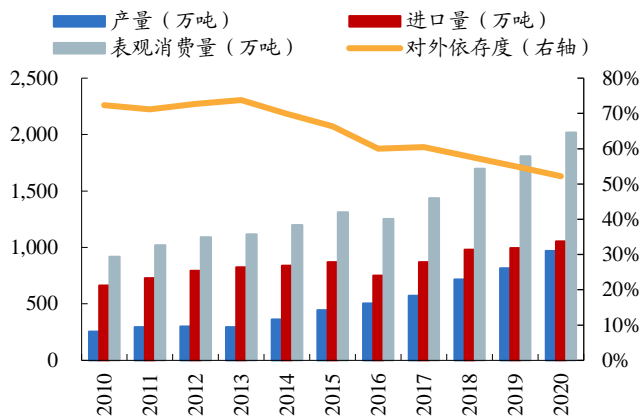
图57: 乙二醇产业链示意图: 上游由化石燃料制取, 下游主要用于聚酯的生产



资料来源: 百川盈孚、开源证券研究所

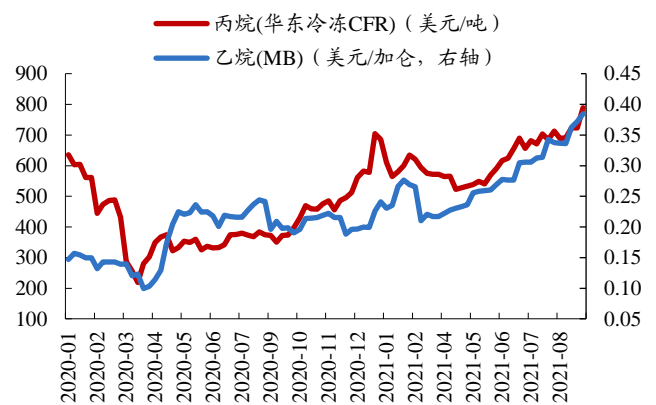
我国乙二醇消费进口量占比高, 原材料价格上涨削弱进口价格优势。我国乙二醇消费逐年增长, 2010-2020年我国乙二醇表观消费量由918万吨/年增长至2019万吨/年, CAGR为8.21%。2010-2020年我国乙二醇进口量逐年增加, 对外依存度整体呈下降趋势, 但仍高于50%。中东是我国乙二醇进口的第一大地区, 其主要通过乙烷、丙烷裂解得到乙烯, 进而制备乙二醇, 在乙烷与丙烷价格较低的年份, 乙二醇进口成本优势明显。2021年以来, 在国际原油涨价的带动下, 乙烷与丙烷价格持续走高, 进口乙二醇价格优势被大幅削弱。

图58: 中国乙二醇进口量逐年增加



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

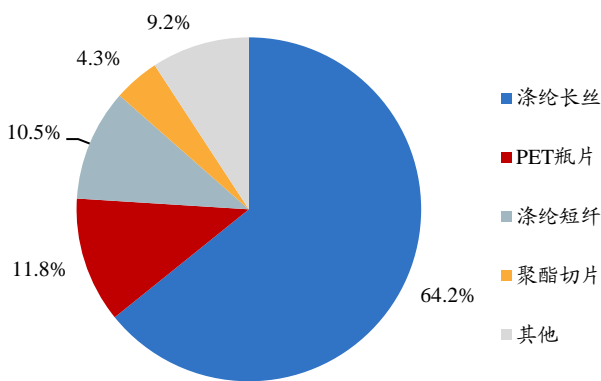
图59: 2021年下半年以来, 乙烷及丙烷价格持续上涨



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

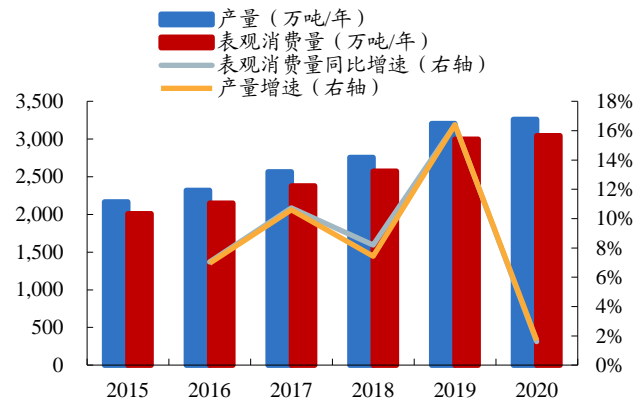
国内聚酯行业消费量持续增长, 为乙二醇需求提供有力支撑。从乙二醇下游需求结构来看, 聚酯行业为乙二醇最大应用领域。2020年乙二醇的消费结构中, 排名第一的为涤纶长丝, 占乙二醇总需求的64.2%, 其余为PET瓶片(11.8%)、涤纶短纤(10.5%)等。在人均购买力提升和消费升级的推动之下, 中国聚酯行业需求稳定增长, 2015-2020年国内涤纶长丝表观消费量由2008.51万吨增长至3046.94万吨, CAGR为8.69%。2020年受疫情影响, 聚酯市场需求疲软, 需求增速大幅回落, 2021年随着疫情好转, 经济复苏, 聚酯市场再度进入高增长, 将带动乙二醇需求稳步提升。

图60: 乙二醇下游主要应用为聚酯行业(2020年)



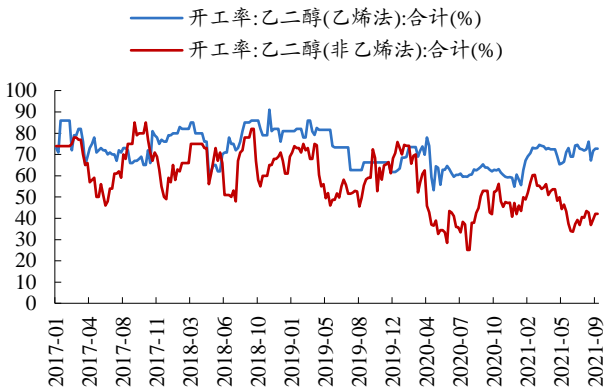
数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图61: 我国涤纶长丝产量及表观消费量持续增长

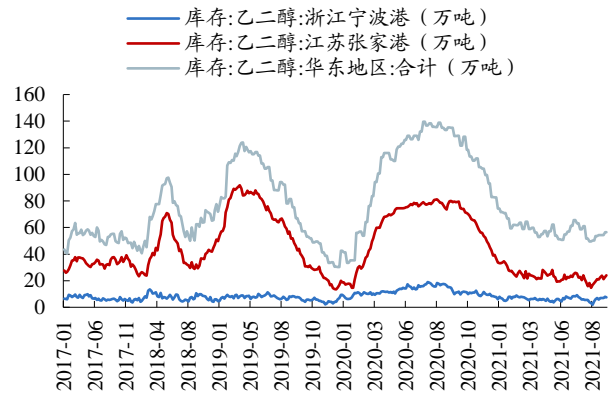


数据来源: Wind、开源证券研究所

乙二醇开工率走低, 库存下降价格走高。随着疫苗普及, 全球经济恢复明显, 化工品原料价格持续走高。原料成本压力持续上升致使国内乙二醇装置开工率出现明显下滑, 供给端缩紧。在库存方面, 2021年8月华东地区乙二醇平均库存量为51.91万吨, 相较2020年同期减少83.82万吨; 浙江宁波港乙二醇平均库存量为5.03万吨, 相较2020年同期减少11.94万吨; 江苏张家港乙二醇平均库存量为18.69万吨, 相较2020年同期减少59.65万吨。供给端的明显紧缩带动乙二醇价格明显上涨, 2021年三季度乙二醇华东地区市场价平均价为5214.9元/吨, 较2020年同期上涨42.03%。随着“金九银十”传统消费旺季的到来, 乙二醇价格涨势延续, 截至2021年9月12日, 乙二醇华东地区市场价已上涨至5336.6元/吨。

图62: 2021年乙二醇开工率较2020年前整体走低


数据来源: Wind、开源证券研究所

图63: 乙二醇库存同比大幅下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图64: 2021年乙二醇价格整体上涨明显


数据来源: Wind、开源证券研究所

乙二醇项目顺利投产,有望为公司贡献可观的业绩增量。广汇乙二醇项目建设地位于新疆哈密市伊吾县淖毛湖工业园区,规划乙二醇产能40万吨/年,总投资35.6亿元。项目于2019年9月开工建设,2021年9月投入试生产。广汇乙二醇项目依托1000万吨/年煤炭分级提质综合利用项目副产荒煤气为原料,与煤制乙二醇项目相比可节约项目建设投资30%以上,生产成本显著降低,同时可促进节能减排、推进生态环境保护。

广汇乙二醇项目的顺利投产将助力公司业绩增长,我们根据过去四年乙二醇的历史单吨均价的最高、最低与均值进行乐观、中性与保守假设,以产销率100%进行计算,预计乙二醇项目有望为公司带来乐观/中性/保守16.3/10.4/2.9亿元毛利。

表8: 预计乙二醇项目有望为公司带来乐观/中性/保守16.3/10.4/2.9亿元毛利

情景条件	单吨毛利(元)	收入(亿元)	毛利润(亿元)
乐观情景	4081	28.8	16.3
中性情景	2600	23.0	10.4
保守情景	723	15.5	2.9

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

关键假设：2021年天然气、煤炭及煤化工行业全面高景气，公司各产品价格均出现不同幅度的上涨，有望带动公司业绩提升。南通启东吕四港三期4#16万方LNG储罐于2020年11月正式建成投产，2021年产能全面释放，公司天然气业务体量有望大幅提升。广汇乙二醇项目规划产能40万吨/年，2021年9月投入试生产，预计10月份正式进入量产阶段，也将贡献可观的业绩增量。盈利能力方面，天然气板块得益于产品涨价，单位产品毛利显著提升；煤炭板块2021年有望迎来量价齐升，尽管售价更低的原煤销售占比有所提升，但其成本也更低，预计单位毛利及板块整体毛利率均明显提升；煤化工板块各产品价格大幅上涨，原材料自给造就显著成本优势，板块毛利率大幅提升。

我们预计，2021-2023年天然气板块单位产品毛利分别为1.43、2.14和2.16元/方，销量分别为54.17、58.13和80.27亿方，营收分别为273.50、381.55和542.62亿元，毛利率分别为28.22%、32.64%和31.99%；煤炭板块单位产品毛利分别为115.81、167.62和180.26元/吨，销量分别为1724.46、1731.77和1891.22万吨，营收分别为78.71、102.89和117.98亿元，毛利率分别为25.34%、28.21%和28.90%；煤化工板块营收分别为40.30、49.72和49.04亿元，毛利率分别为41.78%、38.96%和37.49%。

核算后，2021-2023年公司营业收入为397/540/715亿元，增速为162%/36%/33%。随着天然气、煤炭及煤化工行业景气持续攀升，加之多个高盈利项目产能全面释放，公司整体毛利率提升，2021-2023年整体毛利率分别为29.05%、32.47%、31.9%。

表9：公司业务拆分及关键假设

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	总销售收入(亿元)	140.42	151.34	396.56	539.80	715.44
	收入增速	8.81%	7.78%	162.04%	36.12%	32.54%
	总销售成本(亿元)	95.88	108.71	281.35	364.53	487.20
	总毛利率	31.72%	28.17%	29.05%	32.47%	31.90%
天然气	销量(亿方)	28.85	37.34	54.17	58.13	80.27
	收入(亿元)	76.49	83.42	273.50	381.55	542.62
	成本(亿元)	51.65	55.44	196.30	257.01	369.05
	单位毛利(元/方)	0.86	0.75	1.43	2.14	2.16
	毛利率	32.47%	33.54%	28.22%	32.64%	31.99%
煤炭	销量(万吨)	889.62	1043.40	1724.46	1731.77	1891.22
	收入(亿元)	32.55	36.68	78.81	102.89	117.98
	成本(亿元)	24.83	28.48	58.84	73.86	83.88
	单位毛利(元/吨)	86.78	78.59	115.81	167.62	180.26
	毛利率(%)	23.72%	22.36%	25.34%	28.21%	28.90%
煤化工	收入(亿元)	26.94	22.12	40.30	49.72	49.04
	成本(亿元)	17.40	18.46	23.46	30.35	30.66
	毛利率	35.41%	16.55%	41.78%	38.96%	37.49%
其他	收入(亿元)	4.44	9.12	3.96	5.65	5.79
	成本(亿元)	2.00	6.33	2.75	3.32	3.60
	毛利率	54.95%	30.59%	30.59%	41.22%	37.85%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

投资建议：公司作为国内能源领域的领先企业，目前已形成完整、配套的全产业链布局。在此基础之上，公司积极响应国家能源战略，大力布局现代煤化工，把握市场机会，不断扩大天然气业务经营规模，公司盈利能力将稳步提升。公司南通启东吕四港三期项目与广汇乙二醇项目的顺利投产，将给公司带来较大的营收增长。我们预测 2021-2023 年，公司可分别实现归母净利润 42.22、53.46 和 71.87 亿元，同比增长 215.91%、26.63%和 34.45%；公司 EPS 分别为 0.63、0.79 和 1.06 元；以 9 月 30 日收盘价计算，对应 PE 分别为 13.9、11 和 8.2 倍。我们选取以下两组上市公司作为可比公司：（1）天然气可比公司：新奥股份、深圳燃气、新天然气和九丰能源；（2）煤化工可比公司：华鲁恒升、宝丰能源。公司 2021 年预测 PE 为 13.9 倍，低于天然气可比公司 15.7 倍平均 PE，于煤化工可比公司 13.7 倍平均 PE 持平；公司当前 PB 为 3.2 倍，低于天然气可比公司 3.3 倍平均 PB 和煤化工可比公司 4 倍平均 PB。考虑到公司目前正处在业务拓展期，具有更高盈利能力的天然气和煤化工业务规模将持续提升，煤炭产量亦将随着马朗煤矿的开发而逐步增长，我们认为公司处于被低估状态。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2021/9/30	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	
天然气									
600803.SH	新奥股份	520.2	31.9	37.8	44.4	16.3	13.8	11.7	4.1
601139.SH	深圳燃气	294.9	15.7	17.9	19.8	18.7	16.4	14.9	2.5
603393.SH	新天然气	135.6	11.6	6.4	7.4	11.7	21.2	18.4	4.1
605090.SH	九丰能源	147.5	9.2	11.1	12.8	16.0	13.3	11.5	2.6
平均						15.7	16.2	14.1	3.3
煤化工									
600426.SH	华鲁恒升	695.5	65.0	67.8	73.1	10.7	10.3	9.5	3.7
600989.SH	宝丰能源	1,179.2	70.7	87.0	139.1	16.7	13.6	8.5	4.3
平均						13.7	11.9	9.0	4.0
600256.SH	广汇能源	586.3	42.2	53.5	71.9	13.9	11.0	8.2	3.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除广汇能源、宝丰能源外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

6、风险提示

产品价格下跌风险：公司主要产品包括 LNG、煤炭及煤化工深加工产品，价格受宏观经济、国内外市场供需平衡变化等因素影响较大。若上述因素导致公司 LNG、煤炭及煤化工产品出现不利变化，将不可避免地给公司的盈利能力和经营业绩带来不利影响。

新产品市场投放不及预期风险：公司广汇乙二醇项目规划产能 40 万吨/年，2021 年 9 月投入试生产，预计 10 月份正式进入量产阶段。若产品投放市场后销量及价格低于预期，将对公司业绩产生影响。

在建项目不及预期风险：公司南通启东吕四港四期 5# 20 万方 LNG 储罐目前正在建设阶段，建成后接收站周转能力将提升至 500 万吨/年，是公司业绩的主要增长点之一。若项目建设进度不及预期，将影响对公司的盈利预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,076	7,878	19,487	11,255	28,860
现金	2,465	3,946	0	0	0
应收票据及应收账款	798	998	3,709	2,698	5,794
其他应收款	3,517	446	9,938	4,196	14,537
预付账款	112	190	601	475	951
存货	860	1,214	4,153	2,801	6,493
其他流动资产	1,323	1,085	1,085	1,085	1,085
非流动资产	39,665	46,242	149,144	193,372	242,114
长期投资	657	1,130	1,590	2,051	2,511
固定资产	23,229	30,929	96,340	131,771	172,347
无形资产	1,698	1,816	1,913	2,007	2,129
其他非流动资产	14,081	12,367	49,302	57,544	65,127
资产总计	48,742	54,120	168,631	204,627	270,974
流动负债	19,010	23,384	114,093	144,104	204,190
短期借款	6,394	7,979	69,859	109,448	135,616
应付票据及应付账款	5,997	7,773	27,866	18,310	43,404
其他流动负债	6,620	7,631	16,368	16,347	25,170
非流动负债	13,113	13,494	33,508	35,031	35,049
长期借款	10,290	11,021	31,034	32,557	32,576
其他非流动负债	2,823	2,473	2,473	2,473	2,473
负债合计	32,123	36,878	147,601	179,135	239,239
少数股东权益	671	446	12	-619	-1,331
股本	6,794	6,754	6,754	6,754	6,754
资本公积	1,268	1,284	1,284	1,284	1,284
留存收益	7,945	9,281	12,323	16,346	22,265
归属母公司股东权益	15,948	16,797	21,019	26,111	33,066
负债和股东权益	48,742	54,120	168,631	204,627	270,974

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,073	4,588	19,025	13,619	37,031
净利润	1,448	1,110	3,787	4,715	6,475
折旧摊销	1,382	1,508	3,305	6,058	8,314
财务费用	1,046	1,051	2,257	6,372	8,283
投资损失	31	117	45	53	62
营运资金变动	-237	536	9,564	-3,666	13,788
其他经营现金流	403	265	67	88	109
投资活动现金流	-3,152	-3,255	-106,320	-50,425	-57,226
资本支出	3,109	3,088	102,442	43,767	48,281
长期投资	210	-162	-460	-460	-461
其他投资现金流	168	-329	-4,338	-7,118	-9,406
筹资活动现金流	-1,567	-676	21,468	-2,782	-5,972
短期借款	437	1,585	0	0	0
长期借款	-576	731	20,014	1,523	19
普通股增加	0	-40	0	0	0
资本公积增加	-21	16	0	0	0
其他筹资现金流	-1,407	-2,968	1,454	-4,305	-5,991
现金净增加额	-639	646	-65,827	-39,588	-26,168

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,042	15,134	39,656	53,980	71,544
营业成本	9,588	10,871	28,135	36,453	48,720
营业税金及附加	254	222	649	837	1,140
营业费用	327	290	841	1,089	1,480
管理费用	469	525	1,351	1,856	2,449
研发费用	113	168	380	518	686
财务费用	1,046	1,051	2,257	6,372	8,283
资产减值损失	-159	-10	414	227	-216
其他收益	14	17	15	16	16
公允价值变动收益	-77	-213	-72	-90	-113
投资净收益	-31	-117	-45	-53	-62
资产处置收益	11	-0	6	3	4
营业利润	1,907	1,645	5,533	6,503	8,847
营业外收入	10	23	20	38	42
营业外支出	148	90	101	99	107
利润总额	1,769	1,578	5,452	6,442	8,782
所得税	320	468	1,664	1,727	2,307
净利润	1,448	1,110	3,787	4,715	6,475
少数股东损益	-148	-226	-434	-630	-712
归母净利润	1,597	1,336	4,222	5,346	7,187
EBITDA	4,143	4,179	11,750	18,982	25,597
EPS(元)	0.24	0.20	0.63	0.79	1.06

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.8	7.8	162.0	36.1	32.5
营业利润(%)	-17.6	-13.7	236.3	17.5	36.0
归属于母公司净利润(%)	-8.4	-16.3	215.91	26.63	34.45
获利能力					
毛利率(%)	31.7	28.2	29.1	32.5	31.9
净利率(%)	11.4	8.8	10.6	9.9	10.0
ROE(%)	8.7	6.4	18.0	18.5	20.4
ROIC(%)	5.7	4.5	4.5	5.3	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	65.9	68.1	87.5	87.5	88.3
净负债比率(%)	127.1	121.3	525.3	603.7	575.4
流动比率	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
速动比率	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	21.6	16.9	16.9	16.9	16.9
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.20	0.63	0.79	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.68	2.82	2.02	5.48
每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.49	3.11	3.87	4.90
估值比率					
P/E	36.7	43.9	13.9	11.0	8.2
P/B	3.7	3.5	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	19.3	19.0	14.4	11.1	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn