

广汇能源（600256.SH）/石油天然气行业

证券研究报告/研究简报

2023年10月25日

**评级：买入（首次）**

市场价格：7.88元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：

Email: sunying@zts.com.cn

联系人：鲁昊

电话：

Email: luhao@zts.com.cn

**基本状况**

总股份(百万股)	6,566
流通股本(百万股)	6,566
市价(元)	7.88
市值(百万元)	51,738
流通市值(百万元)	51,738

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,865	59,409	67,880	82,599	121,932
增长率 yoy%	64%	139%	14%	22%	48%
净利润(百万元)	5,003	11,338	7,623	10,792	17,511
增长率 yoy%	274%	127%	-33%	42%	62%
每股收益(元)	0.76	1.73	1.16	1.64	2.67
每股现金流量	0.92	1.55	1.33	2.41	2.87
净资产收益率	24%	40%	23%	29%	39%
P/E	10.3	4.6	6.8	4.8	3.0
PEG	0.24	0.06	0.08	0.16	0.19
P/B	2.5	1.8	1.5	1.4	1.1

备注：股价为2023年10月24日收盘价

**投资要点**

- 煤、油、气为基，战略布局氢能产业。**广汇能源作为同时拥有‘煤、油、气’三种资源的民营企业，依托丰富资源，延展煤化工、天然气液化等多种产业，形成完整能源产业体系，坐拥煤炭、天然气、煤化工三大业务板块，积极推进能源转型，布局氢能以及CCUS（碳捕集技术），充分开发新疆地区资源。2022实现归母净利润113.38亿元，同比增长127%，创上市以来新高，充分享受行业高景气红利。同时，公司制定股权激励计划以及高分红承诺，追求高质量发展，长期增长可期。
- 煤炭：煤质优渥增产空间广阔，坐拥出疆通道外运优势大。**1) 生产优势：质优储量丰富，具备高增产空间。公司拥有新疆哈密淖毛湖矿区，煤质属于特低硫、特低磷、高热量的富油、高油长焰煤，是优质化工煤和动力煤，可采资源量近60亿吨（截至2022年），储量丰富。目前，公司拥有白石湖、马朗、东部矿区三大矿权，其中白石湖矿区已具备3000万吨/年的实际生产能力，马朗、东部矿区十四五期间预计将分别实现2500万吨/年、2000万吨/年生产能力，合计7500万吨/年，增产空间广阔。2) 销售优势：坐拥两条关键出疆通道、建设四大物流基地，助力公司疆煤外运。公司拥有淖柳公路，集团下属兄弟公司广汇物流掌握红淖铁路，坐拥两条出疆通道，助力公司疆煤外运。此外公司将以对外合作的方式，规划合作建设柳沟、广元、中原、宁夏四大物流基地，规划运营能力达到7500-9500万吨/年，打通产销地市场，奠定高成长基础。
- 天然气：国内外产业布局，增量空间广阔。**广汇能源LNG生产主要采用三种方式：一是吉木乃LNG工厂所采用的，通过天然气经深冷处理后生产出LNG产品；二是哈密煤化工项目所采用的，以煤炭为原料，经碎煤气化加压使煤转化为天然气，再通过液化处理形成煤制LNG产品；三是江苏南通港吕四港区LNG接收站项目，通过海外贸易，引进海外LNG资源，进行LNG销售，通过贸易价差，实现利润。吉木乃工厂和哈密煤化工项目“自制LNG”原料分别来自哈萨克斯坦斋桑油气田和下属白石湖煤矿，具备低成本优势。南通“贸易LNG”具备三大经营特点：1) 以长协锁定低成本：2019年与美国道达尔签署十年LNG长协合同（2020年开始执行），年合同量达到70万吨，锁定长期低成本气源；2) 灵活销售机制，在海外进行转售：广汇能源LNG贸易策略遵循“利润导向”原则，灵活选择在国内销售或国际转口贸易，实现利润最大化。3) “十四五”贸易量增长空间广阔。2022年12月启东港口5#20万方储罐实现投运，周转能力提高200万吨/年至500万吨/年，目前正在建设6#20万方储罐以及办理2#泊位、7#20万方储罐相关手续，预计2025年整体LNG周转能力可以达到1000万吨/年。
- 煤化工：低成本、全产业链经营。**1) 成本竞争优势。广汇能源凭借自有优质化工煤源，发展煤化工，且工厂靠近煤炭主产区，生产成本低且较为稳定。2) 全产业链经营优势。广汇能源上游形成油气及煤炭资源开发，保障原料供应；中游煤化工生产甲醇、乙二醇、煤基油品以及多种副产品，提高产品附加值，抗风险能力强；下游化工产品可以实现园区内就近消化，具备较强市场议价能力。同时，煤化工相较于油化工，具备原料成本低优势，因此若油价上涨时，化工品价格随之上涨，煤化工产业将具备更大利润空间，盈利弹性较大。
- 盈利预测、估值及投资评级：**预计公司2023-2025年营业收入分别为678.80、825.99、1219.32亿元，实现归母净利润分别为76.23、107.92、175.11亿元，每股收益分别为1.16、1.64、2.67元，当前股价7.88元，对应PE分别为6.8X/4.8X/3.0X。考虑公司盈利能力预期向好，估值较低，叠加公司较低资产负债率背景下高分红承诺有望持续兑现（2022-2024年度每年实际分配现金红利不低于0.70元/股（含税）），首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**经济需求复苏不及预期、产能释放不及预期、研报使用信息数据更新不及时风险。

## 内容目录

1、历史沿革及股权结构.....	- 4 -
2、营收结构及利润来源.....	- 9 -
3、煤质优渥，低成本开采.....	- 10 -
4、LNG 海内外双轮驱动，具备气源优势.....	- 12 -
5、煤化工产业链长，充分释放行业景气.....	- 15 -
6、未来增长点-增量空间大，布局氢能产业.....	- 17 -
7、资本支出与股东回馈.....	- 19 -
8、盈利预测与估值.....	- 20 -
9、估值与投资建议.....	- 22 -
10、风险提示.....	- 23 -

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 6 -
图表 2: 公司产业分布情况.....	- 7 -
图表 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月).....	- 8 -
图表 4: 1997-2022 年公司营业收入 (百万元).....	- 9 -
图表 5: 1997-2022 年公司毛利润 (百万元).....	- 9 -
图表 6: 2013-2022 年营业收入结构 (%).....	- 9 -
图表 7: 2013-2022 年毛利润结构 (%).....	- 9 -
图表 8: 2016-2022 年天然气营业收入结构 (%).....	- 10 -
图表 9: 2016-2022 年天然气毛利润结构 (%).....	- 10 -
图表 10: 公司煤矿情况 (截至 2022 年末).....	- 10 -
图表 11: 煤炭产业链布局.....	- 11 -
图表 12: 煤炭生产产业链.....	- 11 -
图表 13: 2013-2022 年煤炭产量情况 (万吨).....	- 11 -
图表 14: 2018-2022 年煤炭销量情况 (万吨).....	- 11 -
图表 15: 公司煤炭售价与成本情况 (不含税, 元/吨).....	- 12 -
图表 16: 公司天然气在产资产一览.....	- 13 -
图表 17: 天然气产业及市场布局示意图.....	- 13 -
图表 18: 天然气板块产业链.....	- 13 -
图表 19: 2013-2022 年天然气产量结构 (万方).....	- 14 -
图表 20: 2013-2022 年天然气销量结构 (万方).....	- 14 -
图表 21: 公司天然气售价与成本情况 (元/万方).....	- 14 -
图表 22: 煤化工资产情况.....	- 15 -

图表 23: 公司主要煤化工产品生产情况.....	- 16 -
图表 24: 2013-2022 年主要煤化工产量 (万吨) .....	- 16 -
图表 25: 2013-2022 年主要煤化工销量 (万吨) .....	- 16 -
图表 26: 公司煤化工售价与成本情况 (元/吨) .....	- 16 -
图表 27: 公司十四五产能目标 (万吨) .....	- 17 -
图表 28: 启东 LNG 接收站投建规划 (万吨/年) .....	- 18 -
图表 29: 公司氢能产业规划 (2022-2030) .....	- 18 -
图表 30: 公司氢能发展路径.....	- 19 -
图表 31: 公司资本支出情况 (百万元) .....	- 19 -
图表 32: 截至 2023 年 6 月末主要在建项目 (亿元、%) .....	- 19 -
图表 33: 1997A-2023H 货币资金以及资产负债率情况 (百万元、%) .....	- 20 -
图表 34: 公司现金分红情况 (亿元) .....	- 20 -
图表 35: 煤炭业务预测 .....	- 21 -
图表 36: 天然气业务预测.....	- 21 -
图表 37: 煤化工业务预测.....	- 22 -
图表 38: 广汇能源可比公司盈利预测与估值表 (元、倍) .....	- 23 -
图表 39: 三张报表摘要 .....	- 24 -

## 1、历史沿革及股权结构

- 广汇能源（600256.SH）以中外合资经营企业形式成立于 1995 年 1 月 20 日，并于 1999 年 4 月 10 日改制为新疆广汇石材股份有限公司。2000 年 4 月广汇能源于上海证交所成功上市，2012 年 6 月 5 日公司更名为广汇能源股份有限公司。截至 2023 年 6 月末，公司控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称‘广汇集团’），持股比例为 34.23%。
- **历史沿革：**公司于 2012 年实现转型，成为能源开发企业，建成以能源物流为支撑的综合能源产业体系，形成天然气、煤炭、煤化工三大主要板块。

### （1）煤炭业务方面：

- 2007 年广汇能源取得伊吾县煤矿采矿权、白石湖探矿权以及黑顶山探矿权。2014 年公司整合原白石湖矿区、黑顶山矿区以及伊吾县煤矿后建成白石湖露天煤矿，该矿具备 2000 万吨/年以上实际生产能力。2022 年白石湖露天煤矿产能由 1300 万吨/年核增至 1800 万吨/年。
- 2020 年公司控股子公司伊吾矿业成功收购马朗一号煤矿探矿权。2021 年广汇能源成功取得马朗一号煤矿探矿权证。2023 年马朗一号煤矿产能置换方案获得批准。

### （2）煤化工业务方面：

- 2007 年公司控股子公司新疆广汇新能源有限公司拟建设年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚项目，并于 2011 年进行投料试车。2013 年年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚，5 亿方（后扩产至 7 亿方）LNG 项目（以下简称‘甲醇 LNG 项目’）全面投产。
- 2013 年公司 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目开工建设，装置建设 72 套炭化炉，一期分为三个系列，分别于 2018 年 6 月、2018 年 12 月以及 2019 年 11 月实现投产转固。
- 2016 年产 4 万吨二甲基二硫联产 1 万吨二甲基亚项目开始建设，并于 2017 年进入试运行阶段。
- 2017 年公司拟在哈密地区建设 120 万吨/年煤焦油加氢项目（一期规模 60 万吨/年），并于 2020 年一期项目实现转固投产。
- 2019 年公司控股子公司哈密广汇环保科技有限公司投资建设荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目，并于 2022 年实现投产转固。

### （3）天然气业务方面：

- 2002 年新疆吐鲁番地区鄯善县 150 万立方 LNG 新项目开工建设，并于 2004 年建成投运，2015 年鄯善 LNG 工厂停工。
- 2009 年公司董事会通过收购斋桑气田决议，2010 年公司成功参股哈萨克斯坦 TBM 49% 股份，间接持有斋桑油气 49% 权益。
- 2009 年公司拟在吉木乃修建液化天然气工厂，2013 年吉木乃 LNG 工厂正式进入全面生产阶段，生产能力达到 150 万方/天。
- 2010 年启东 LNG 接收站项目设立，广汇能源持有其 99% 股份。到 2022 年启东 LNG 接收站已达到 500 万吨/年的周转能力。
- 2018 年公司控股子公司广汇能源综合物流发展有限责任公司签署启通天然气管道线投资协议书，拟依托启东 LNG 接收站建设启通天然气管线，并于 2020 年正式投产运营，设计产能达 40 亿方/年。

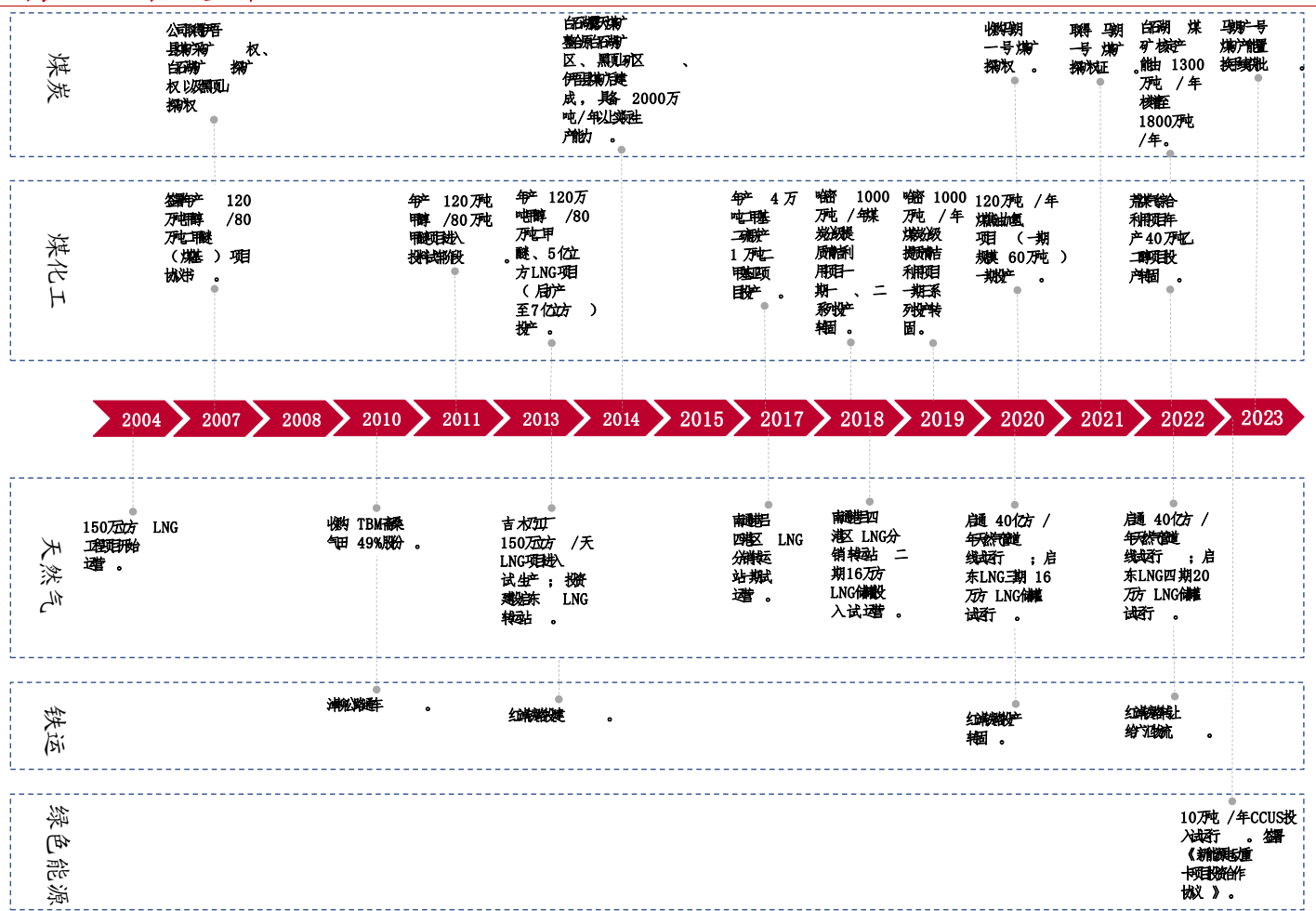
**(3) 铁运业务方面:**

- 2012 年公司控股子公司红淖三铁路公司拟投资建设新疆红柳至淖毛湖铁路（以下简称“红淖铁路”），2020 年红淖铁路投产转固，2022 年广汇能源为解决同业竞争问题，将红淖铁路三铁路公司 92.77% 股权转让给一致行动人广汇物流（集团下属兄弟公司）。

**(4) 绿色能源业务方面:**

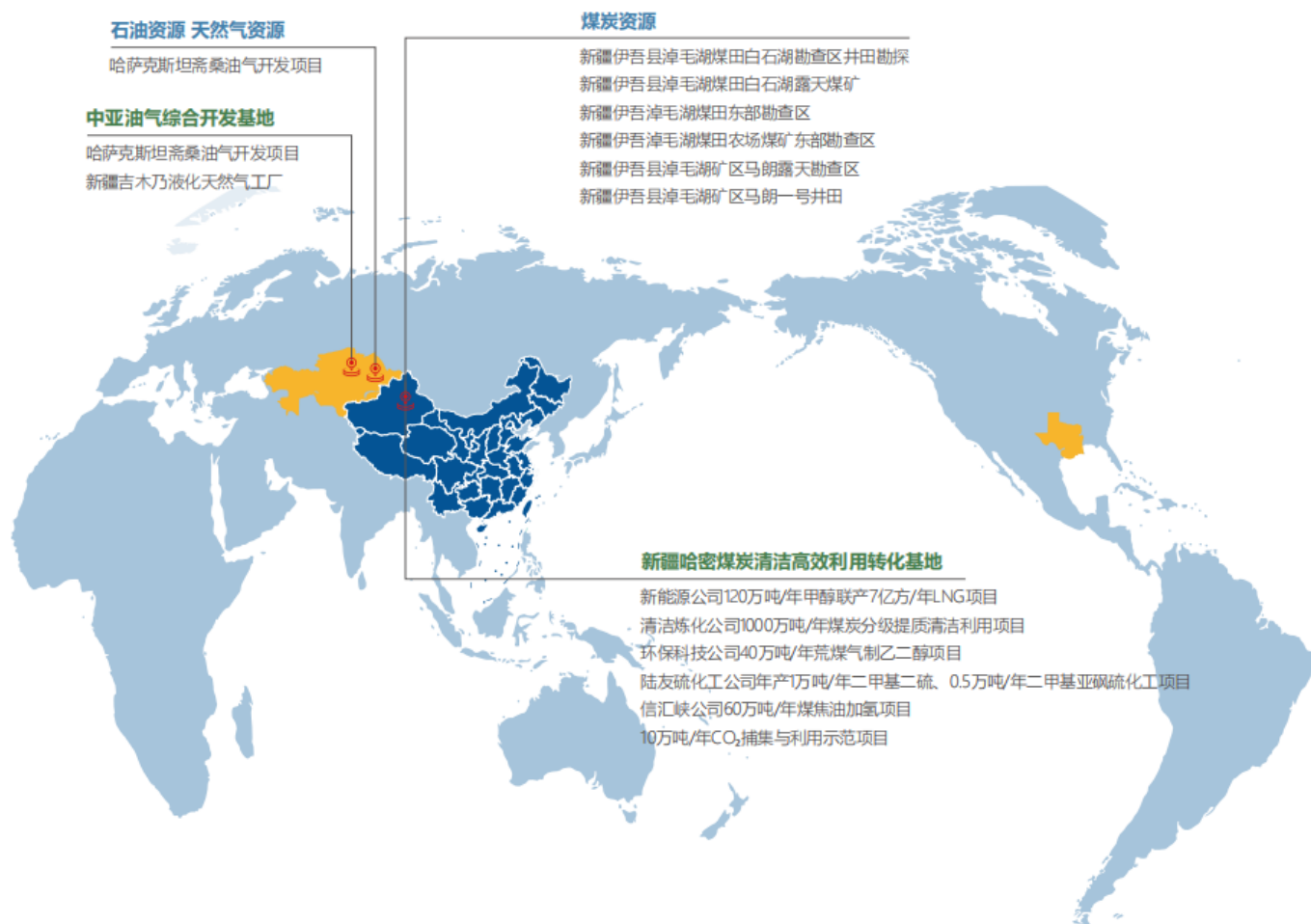
- 2021 年公司成立广汇碳科技公司，拟投资建设二氧化碳捕集（CCUS）项目。2023 年 10 万吨/年二氧化碳捕集项目实现竣工投产试运行。
- 2022 年公司发布《氢能产业链发展战略规划纲要（2022-2030）》，锚定氢能长期发展，并于当年投资建设“绿电制氢及氢能一体化示范项目”，建成可实现风光发电装机容量 6MW、制氢规模 1000 立方米/h 以及加注规模为 2000kg/d 的加氢站一座。2023 年与嘉兴申能诚创、上海重塑能源签订氢能业务相关《股权合作协议》，并于当年签订《新能源电动重卡项目投资合作协议》，切实推进氢能发展进度。

图1: 公司历史沿革



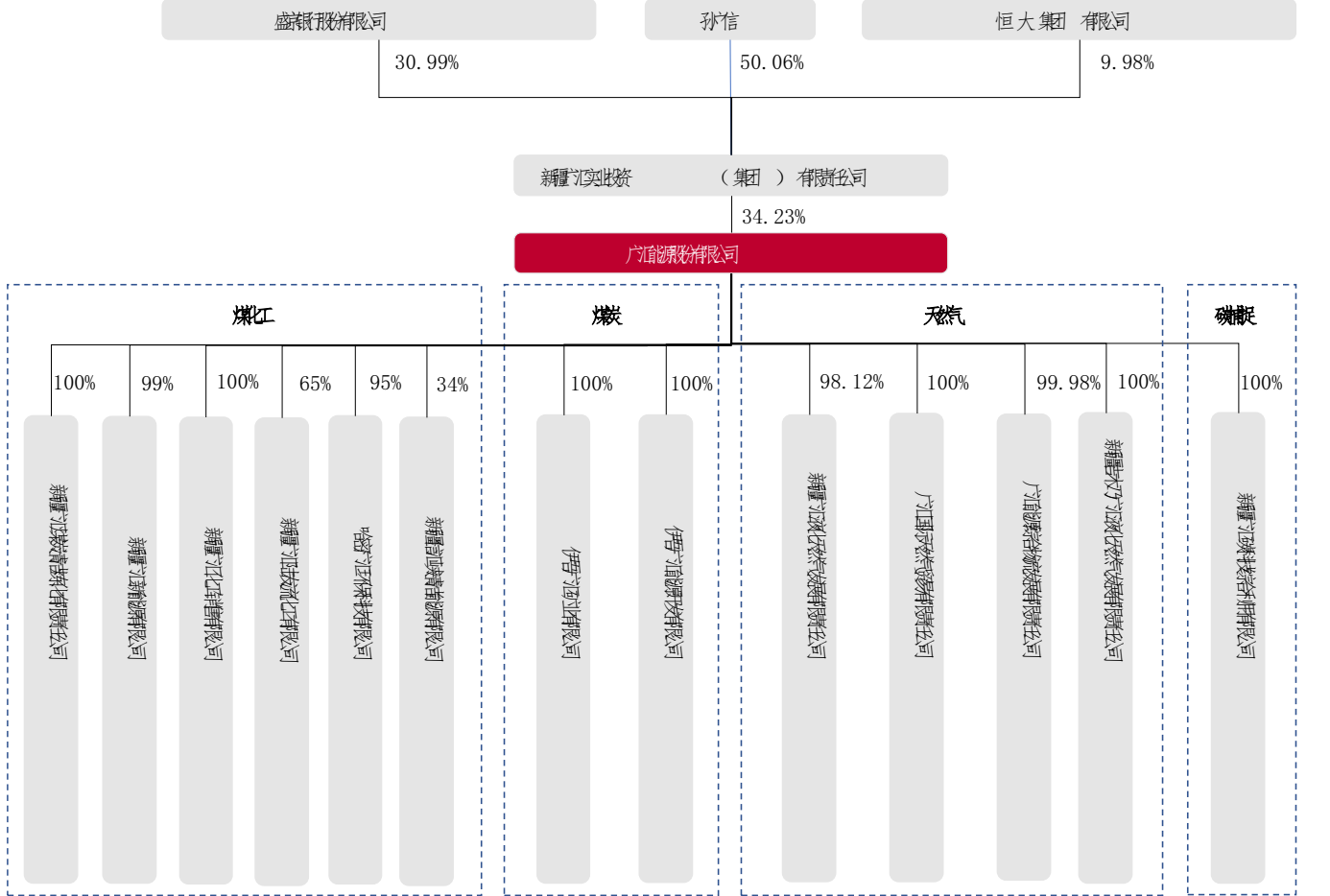
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司产业分布情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月)



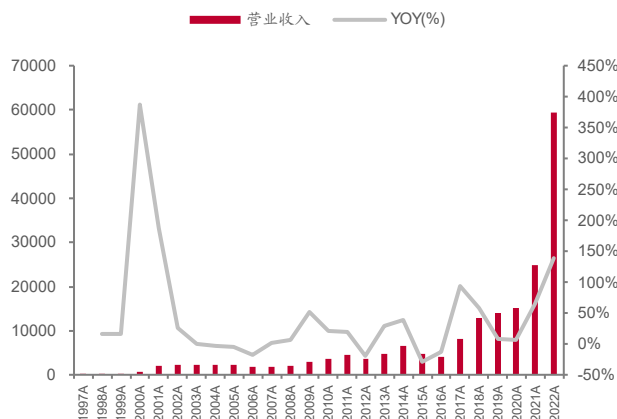
来源: wind、天眼查、中泰证券研究所



## 2、营收结构及利润来源

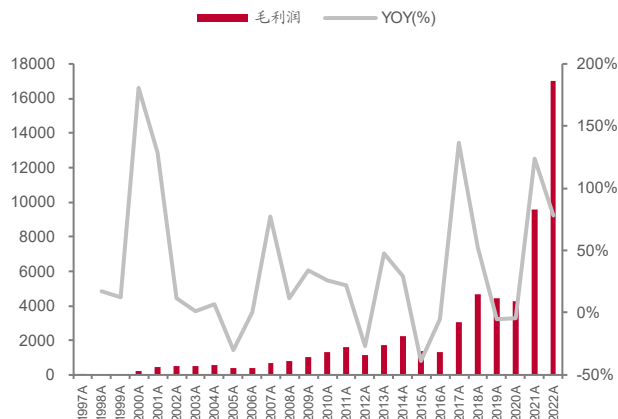
- 1997-2022 年营业收入复合增速为 28.6%，其中 2022 年实现营业收入为 594.09 亿元，同比增长 138.9%；1997-2022 年毛利润复合增速达 25.9%，其中 2021、2022 年受益于煤价以及 LNG 价格大幅上涨，毛利规模分别达到 95.50、170.11 亿元，同比分别增长 124.0%、78.1%，盈利能力迭创新高。

图表 4: 1997-2022 年公司营业收入 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

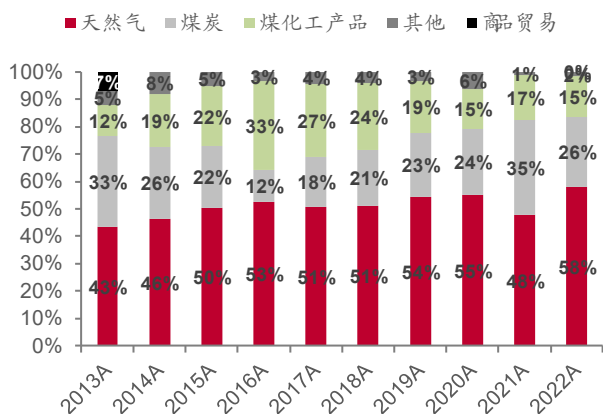
图表 5: 1997-2022 年公司毛利润 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

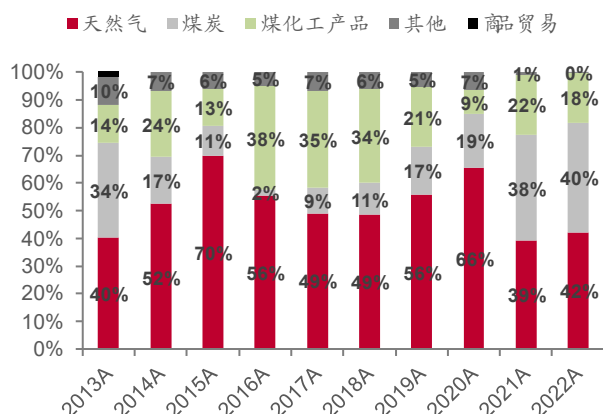
- **煤炭、天然气业务为公司主要盈利来源。**公司业务包括天然气、煤炭、煤化工等，其中天然气业务以气制 LNG、煤制 LNG 以及 LNG 贸易为主，2022 年天然气收入占比为 58%，毛利润占比为 42%；煤炭业务包括原煤、提质煤两种产品，2022 年煤炭业务收入占比达 26%，毛利润占比 40%；煤化工业务包括甲醇、煤基油品以及煤化工副产品三类产品，2022 年煤化工业务收入占比达 15%，毛利润占比达 18%。

图表 6: 2013-2022 年营业收入结构 (%)

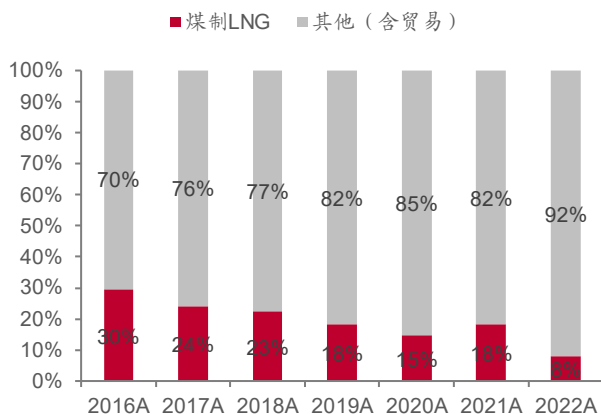


来源: 公司年报、中泰证券研究所

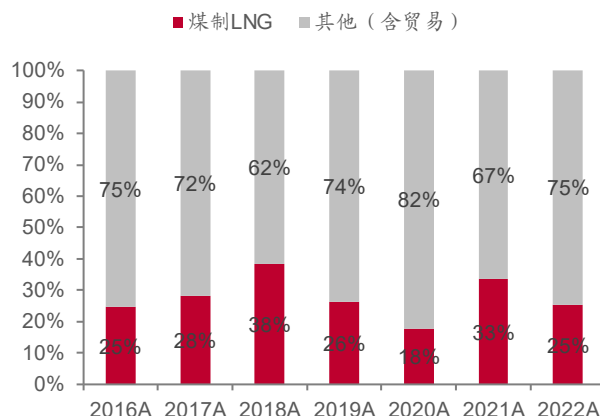
图表 7: 2013-2022 年毛利润结构 (%)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 8: 2016-2022 年天然气营业收入结构 (%)**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 9: 2016-2022 年天然气毛利润结构 (%)**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

### 3、煤质优渥，低成本开采

- 储量丰富，煤质优渥。**公司生产矿井均位于新疆哈密淖毛湖煤区，具备低硫、低灰、富油气煤、含油率超过 12%，是优质的化工煤和动力煤种，拥有可采资源量达 59.5 亿吨，储量充足。截至 2022 年末，公司共拥有白石湖矿区、马朗矿区、东部矿区三大矿权，其中白石湖矿区已具备 3000 万吨/年的实际生产能力，所产煤热值在 5000-5500 大卡，主要作为化工用煤以及动力煤；马朗矿区正在办理采矿权证，所产煤热值在 6000 大卡以上，可直接作为喷吹煤销售；东部矿区暂未办理采矿权证，所产煤热值与白石湖矿区相同。

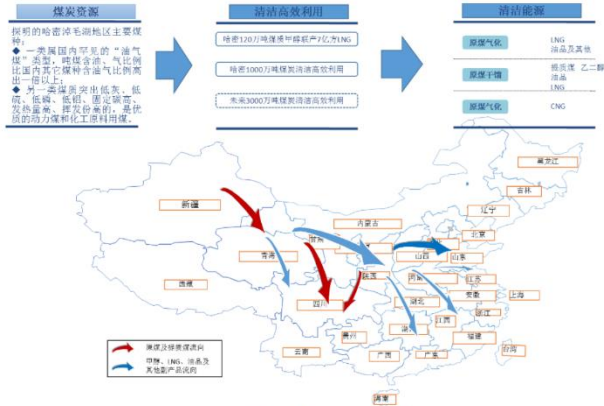
**图表 10: 公司煤矿情况 (截至 2022 年末)**

煤炭	主要煤种	热值	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	股权比例 (%)	核定/规划产能 (万吨/年)	目标生产能力 (万吨/年)
白石湖勘察区	长焰煤	5000-5500 大卡	96917	96917	100%	1800	3000
白石湖露天煤矿	长焰煤	5000-5500 大卡	80373	66879.79	100%	(露天)	
东部勘察区	长焰煤-不粘煤	6000 大卡以上	295297	295297	100%	/	2000
农场煤矿东部勘察区	长焰煤-不粘煤	6000 大卡以上	6184	6035.39	100%	/	
马朗露天勘察区	长焰煤	5000-5500 大卡	72068	50609	100%	1500	2500
马朗一号井田	长焰煤	5000-5500 大卡	108815	79195	100%	(露井联采)	
清洁炼化公司	提质煤	/	/	/	100%	/	510
<b>合计</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>659654</b>	<b>594933.18</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>/</b>

来源: 公司公告、中泰证券研究所

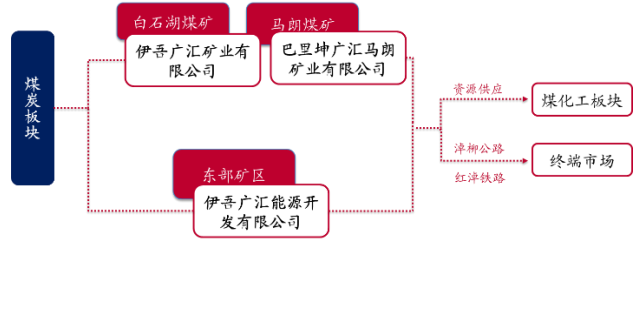
备注: 马朗矿规划建设露天矿并规模为 1000 万吨/年。

图表 11: 煤炭产业链布局



来源：公司年报、中泰证券研究所

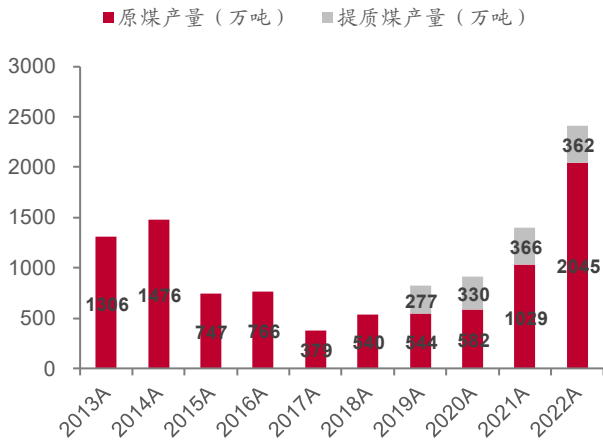
图表 12: 煤炭生产产业链



来源：公司年报、中泰证券研究所

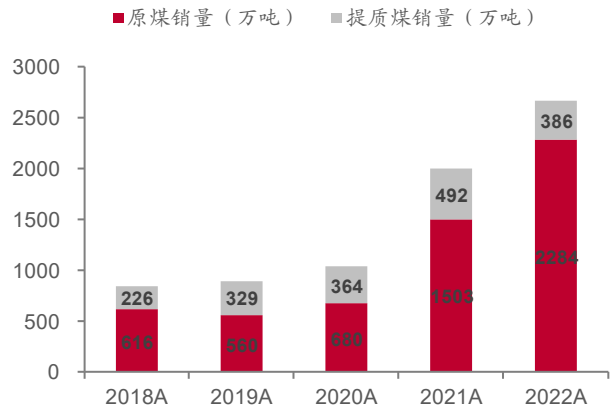
- **2022 产销量同比大幅上涨。**公司外销煤炭中主要包括原煤以及提质煤，其中原煤为露天煤矿直接开采生产所得，主要销售方向为化工用煤以及动力用煤；提质煤为清洁炼化公司在生产煤焦油时产生的副产品，主要作为高炉喷吹煤。2022 年公司煤炭产量为 2406 万吨，同比增长 72.5%，其中原煤、提质煤产量分别为 2045 万吨和 362 万吨，同比分别增长 98.7%、-1.3%。煤炭销量为 2670 万吨，同比增长 33.9%，其中原煤和提质煤销量分别为 2284 万吨和 386 万吨，同比分别增长 52.0%、-21.6%。

图表 13: 2013-2022 年煤炭产量情况 (万吨)



来源：公司年报、中泰证券研究所  
备注：煤炭生产、销售量不含自用煤

图表 14: 2018-2022 年煤炭销量情况 (万吨)



来源：公司年报、中泰证券研究所  
备注：煤炭生产、销售量不含自用煤

- **高价弹性、低成本竞争，盈利能力高涨。**公司原煤和提质煤均为市场化定价销售，不受限价政策调控，价格具备高弹性。公司在产矿区基本为露天煤矿，开采成本低，生产成本与开采量具备较高关联性，与销售价格相关性较低，成本弹性低。行业高景气下，公司高价弹性优势凸显，盈利能力预期大涨，2021、2022 年单位归母净利润同比分别增长 614.9%、74.3%。

**图表 15: 公司煤炭售价与成本情况 (不含税, 单位: 元/吨)**

煤炭	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
单位价格	165.1	162.2	209.5	189.4	234.0	314.2	365.9	351.6	433.0	569.9
yoy(%)		-1.8%	29.1%	-9.6%	23.5%	34.3%	16.4%	-3.9%	23.2%	31.6%
单位成本	103.4	126.9	180.7	180.0	189.2	250.3	279.1	273.0	250.1	318.0
yoy(%)		22.8%	42.3%	-0.4%	5.1%	32.3%	11.5%	-2.2%	-8.4%	27.1%
—材料	15.4	15.1	23.0	35.1	37.7	89.0	91.4	115.2	62.5	69.9
yoy(%)		-2.1%	52.0%	52.7%	7.3%	136.0%	2.7%	26.1%	-45.7%	11.7%
—外包费用	27.7	52.2	55.7	57.4	60.1	61.1	80.4	69.5	67.8	77.1
yoy(%)		88.3%	6.6%	3.2%	4.7%	1.6%	31.7%	-13.5%	-2.5%	13.6%
—运费及物流服务费	38.2	32.8	55.1	17.3	39.1	59.3	61.4	54.5	84.0	77.1
yoy(%)		-14.3%	68.3%	-68.5%	125.6%	51.5%	3.5%	-11.2%	54.2%	-8.3%
—人工	1.9	4.2	9.4	9.7	6.8	6.8	8.1	5.9	5.4	5.6
yoy(%)		120.2%	126.0%	2.4%	-29.7%	0.6%	18.0%	-26.9%	-7.6%	3.7%
—折旧	5.3	8.3	21.5	37.4	18.1	11.9	16.6	16.3	24.1	15.4
yoy(%)		55.0%	160.0%	73.7%	-51.6%	-34.3%	39.4%	-1.8%	48.3%	-36.2%
—制造费用	14.7	14.4	15.9	23.0	27.4	22.3	21.3	11.6	6.2	9.0
yoy(%)		-2.4%	10.5%	44.6%	18.9%	-18.5%	-4.3%	-45.7%	-46.5%	44.4%
单位毛利润	61.8	35.3	28.8	9.4	44.8	63.9	86.8	78.6	182.9	251.9
yoy(%)		-42.9%	-18.3%	-67.2%	374.7%	42.5%	35.9%	-9.5%	132.8%	37.7%
单位净利润	23.3	3.3	-30.2	-41.4	-14.2	1.4	18.4	15.4	106.6	185.6
yoy(%)		-85.8%	-1011.0%	-37.0%	65.8%	109.6%	1247.8%	-16.3%	591.4%	74.0%
单位归母净利润	21.4	2.8	-25.9	-35.4	-11.5	1.2	17.7	15.0	107.4	187.2
yoy(%)		-86.7%	-1009.1%	-36.9%	67.5%	110.4%	1374.7%	-15.1%	614.9%	74.3%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

#### 4、LNG 海内外双轮驱动，具备气源优势

- 公司天然气生产方式为“自产气+贸易气”双模式联动生产。自产气板块包括吉木乃工厂、哈密新能源工厂两个在产 LNG 工厂，贸易板块主体为启东 LNG 码头。
  - 吉木乃 LNG 工厂气源来自其控股的 TBM 哈萨克斯坦斋桑油气田，拥有 5 亿方/年 LNG 生产能力，通过天然气经深冷处理后生产出 LNG 产品。
  - 哈密新能源工厂主要以煤炭为原料，经碎煤气化加压使煤转化为天然气，再经过液化处理形成煤制 LNG 产品，拥有 7 亿方/年煤制气生产能力。
  - 江苏南通港吕四港区启东 LNG 接收站，通过海外贸易进口海外 LNG 资源，开展 LNG 贸易，目前年周转能力已经达到 500 万吨/年。
- 公司自产气依托自有加气站及民用管网，建立了自身的销售网络，分为配送销售以及市场化销售两种销售方式。配送销售：部分气源通过槽车将 LNG 自工厂运输到各站点，用于 LNG 加注、CNG 加注以及民用行业。市场化销售：公司将 LNG 直接在市场上进行售卖。贸易气销售方式分为“液进液出”以及“液进气出”两种模式。“液进液出”：通过槽车将 LNG 直接运输至 LNG 气化站、分布式 LNG 瓶组站以及加注站等终端供应站。“液进气出”：通过 LNG 气化还原后进入管道进行销售。
- 公司天然气定价方式分为“路基天然气定价”以及“海气定价”两种

定价机制。“路基天然气定价”：以目标市场价格为基准，结合中石油西北直供液厂原料气竞拍价格以及各销售区域站点的销售价格，每日对各区域资产 LNG 销售价格进行调整。“海气定价”：公司在国际和国内两个市场进行灵活销售，若国际市场价格高于国内市场，公司在国际市场进行转售，定价参照 JKM 东北亚现货价格；若国际市场价格低于国内市场，将海外 LNG 进口到国内进行销售，定价参照目标市场价格。

图表 16: 公司天然气在产资产一览

工厂	气源	产能	股权占比 (%)	权益产能
吉木乃 LNG	斋桑气田	5 亿方	100%	5 亿方
哈密新能源 LNG	煤制气	7 亿方	100%	7 亿方
启东 LNG 接收站	外购气源	500 万吨	100%	500 万吨

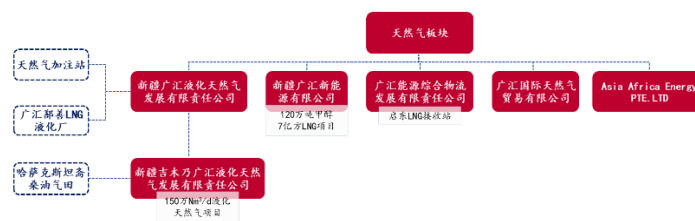
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 天然气产业及市场布局示意图



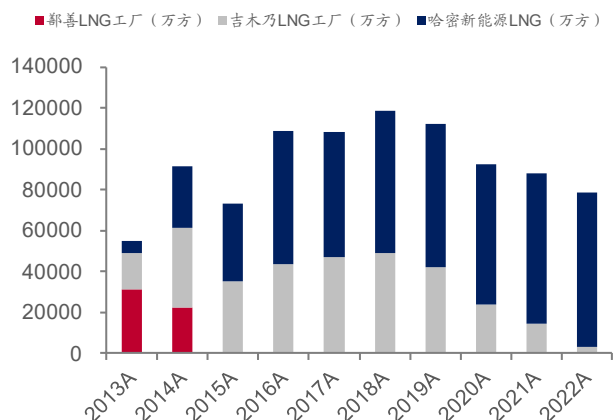
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 18: 天然气板块产业链

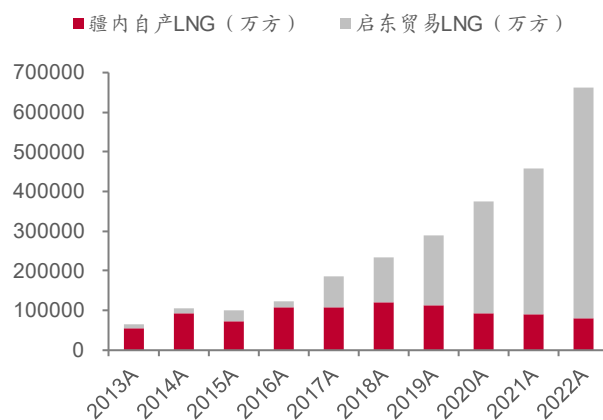


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 启东四期规模建成，贸易 LNG 销量大增。吉木乃 LNG 工厂受哈萨克斯坦国内电力以及项目设备检修影响，叠加上游供气量减少影响，2022 年天然气产量为 78489 万方，同比下降 11.2%，同时公司疆内自产 LNG 规模同比缩减。伴随启东 LNG 接收站四期规模逐步建成，年周转能力有 300 万吨/年提升到 500 万吨/年，2022 年贸易 LNG 销量同比大幅上涨，天然气销量达到 662962 万方，同比增长 45.2%。

**图表 19: 2013-2022 年天然气产量结构 (万方)**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 20: 2013-2022 年天然气销量结构 (万方)**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 行业高景气, 成本竞争优势凸显。**公司 LNG 业务面向国内市场和国际市场, 分为疆内自制 LNG 以及贸易 LNG 两种生产方式, 其中自制 LNG 分为天然气制 LNG 以及煤制 LNG。所需原材料均来自企业自身产业, 生产成本基本固定, 受 LNG 价格波动较小, 天然气高价行情下, 盈利能力显著提高, 经测算 2021、2022 年煤制 LNG 单位归母净利润涨幅分别达 240.7%、62.0%。贸易 LNG 方面, 公司通过签署 LNG 长协合同锁定低价, 盈利弹性较大。

**图表 21: 公司天然气售价与成本情况 (单位: 元/万方)**

天然气	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
单位价格	32496	29684	24633	17992	22407	28104	26511	22341	25966	51983
yoy(%)		-8.7%	-17.0%	-27.0%	24.5%	25.4%	-5.7%	-15.7%	16.2%	100.2%
—煤 LNG				10059	16264	21293	19804	17975	29411	37248
yoy(%)					61.7%	30.9%	-7.0%	-9.2%	63.6%	26.6%
—其他(含贸易 LNG)				26950	25453	31002	28676	23327	25303	53874
yoy(%)					-5.6%	21.8%	-7.5%	-18.7%	8.5%	112.9%
单位成本	21665	18495	14920	12103	14245	18413	17901	14846	17790	41135
yoy(%)		-14.6%	-19.3%	-18.9%	17.7%	29.3%	-2.8%	-17.1%	19.8%	131.2%
—材料	14261	13027	9764	7989	10271	14406	14882	12658	15814	39719
yoy(%)		-8.7%	-25.0%	-18.2%	28.6%	40.3%	3.3%	-14.9%	24.9%	151.2%
—人工	271	244	248	145	214	409	395	210	231	207
yoy(%)		-9.7%	1.4%	-41.3%	47.2%	91.2%	-3.3%	-46.8%	9.8%	-10.3%
—折旧	1684	1602	2003	1622	1257	1201	971	819	780	564
yoy(%)		-4.9%	25.0%	-19.0%	-22.5%	-4.5%	-19.1%	-15.6%	-4.8%	-27.6%
—制造费用	5450	3621	2906	2347	2503	2398	1652	1159	966	644
yoy(%)		-33.6%	-19.8%	-19.2%	6.6%	-4.2%	-31.1%	-29.9%	-16.7%	-33.3%
—煤 LNG				7333	9349	8825	10545	10718	12452	13064
yoy(%)					27.5%	-5.6%	19.5%	1.6%	16.2%	4.9%
—其他(含贸易 LNG)				17489	16673	22493	20276	15779	18818	44738
yoy(%)					-4.7%	34.9%	-9.9%	-22.2%	19.3%	137.7%
单位毛利润	10831	11189	9713	5889	8162	9691	8610	7495	8176	10848
yoy(%)		3.3%	-13.2%	-39.4%	38.6%	18.7%	-11.2%	-13.0%	9.1%	32.7%

—煤制 LNG		2726	6915	12468	9259	7257	16960	24184
yoy(%)			153.6%	80.3%	-25.7%	-21.6%	133.7%	42.6%
—其他(含贸易 LNG)		9461	8781	8509	8401	7548	6485	9136
yoy(%)			-7.2%	-3.1%	-1.3%	-10.1%	-14.1%	40.9%
单位净利润	3286	5799	3004	356	1547	3648	3674	3105
yoy(%)		76.5%	-48.2%	-88.2%	335.0%	135.8%	0.7%	-15.5%
—煤制 LNG		-288	1866	7306	5593	3541	11667	18864
yoy(%)			748.7%	291.6%	-23.4%	-36.7%	229.5%	61.7%
—其他(含贸易 LNG)		1082	1389	2091	3055	3007	2130	4732
yoy(%)			28.3%	50.6%	46.1%	-1.6%	-29.2%	122.2%
单位归母净利润	3011	4976	2573	304	1257	3199	3526	3025
yoy(%)		65.3%	-48.3%	-88.2%	312.8%	154.6%	10.2%	-14.2%
—煤制 LNG		-246	1516	6408	5368	3449	11753	19034
yoy(%)			715.6%	322.8%	-16.2%	-35.7%	240.7%	62.0%
—其他(含贸易 LNG)		926	1128	1834	2931	2929	2145	4775
yoy(%)			21.8%	62.6%	59.8%	-0.1%	-26.8%	122.6%

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：煤质 LNG 价格和成本口径使用的是产量并非销量

## 5、煤化工产业链长，充分释放行业景气

### ■ 煤化工产业链：

- **甲醇（120 万吨/年）**：白石湖矿区原煤—>哈密广汇新能源公司 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目—>甲醇。
- **二甲基二硫（4 万吨/年）、二甲基二亚砷（1 万吨/年）**：白石湖矿区原煤—>哈密广汇新能源公司 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目—>甲醇、副产品硫磺与氢气—>陆友硫化工—>二甲基二硫、二甲基二亚砷。
- **乙二醇（40 万吨/年）**：白石湖矿区原煤—>清洁炼化公司 1000 万吨煤炭分级提质项目—>荒煤气—>哈密环保科技有限公司荒煤气制 40 万吨乙二醇项目—>乙二醇。
- **煤焦油（100 万吨/年）**：白石湖矿区原煤—>清洁炼化公司 1000 万吨煤炭分级提质项目—>煤焦油
- **煤焦油加氢（60 万吨/年）**：白石湖矿区原煤—>清洁炼化公司 1000 万吨煤炭分级提质项目—>煤焦油、荒煤气—>信汇峡公司 120 万吨煤焦油加氢项目—>煤焦油加氢。

图表 22：煤化工资产情况

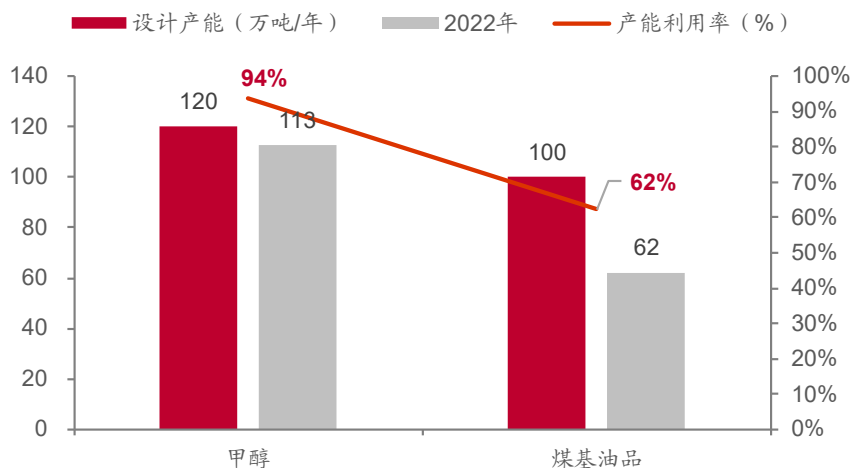
煤化工	产品	在产产能（万吨/年）	在建/拟建产能（万吨/年）
新疆广汇新能源	甲醇	120	
	副产品	21	
陆友硫化工	二甲基二硫	1	3
	二甲基亚砷	0.5	0.5
环保科技有限公司	乙二醇	40	
清洁炼化公司	煤焦油	100	
信汇峡公司	煤焦油加氢	60	60

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2022 年公司甲醇和煤焦油产量分别为 112.6 万吨、62.3 万吨，同比分别增长-3.33%、3.96%，销量分别为 138.5 万吨、66.5 万吨，同比分

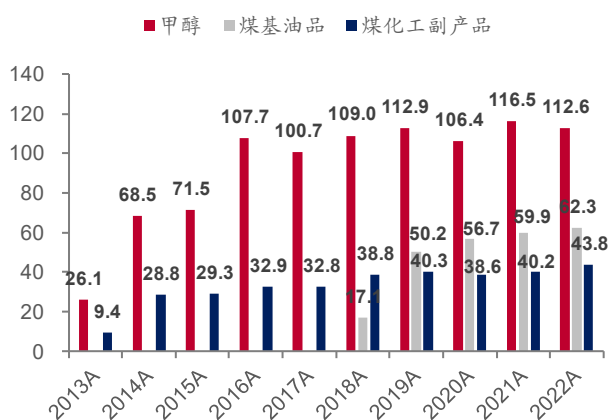
别增长 21.02%、8.91%。公司自 2015 年以来一直对新能源工厂进行技术优化改造促使煤化工产品保持增长趋势，目前，甲醇产能基本达产，煤焦油仍处爬坡阶段，存在增产空间。

图表 23: 公司主要煤化工产品生产情况



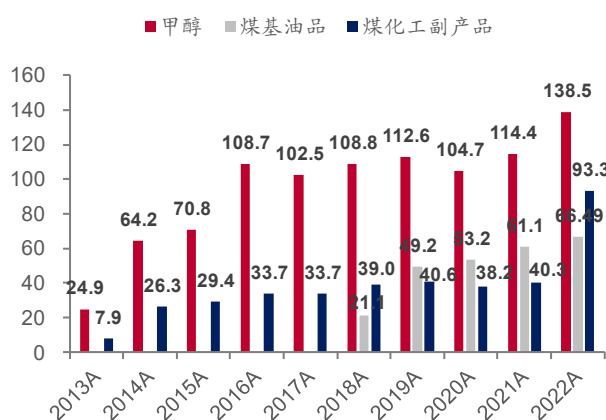
来源：公司公告，中泰证券研究所  
备注：“2022 年”表示相应产品 2022 年产量

图表 24: 2013-2022 年主要煤化工产量 (万吨)



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 25: 2013-2022 年主要煤化工销量 (万吨)



来源：公司年报、中泰证券研究所

- 低成本、高盈利。**受上游煤价高景气影响，成本驱动煤化工产品价格大涨，2021、2022 年公司煤化工产品售价大涨，同比分别增长 68.9%、49.5%。公司化工原料煤来自内部供应，新能源工厂距煤矿仅 42 公里，生产以及运输成本低，2021 年煤化工产品综合成本同比下降 0.7%，2022 年公司为抢占煤化工产品市场，逐步开展并扩大部分煤化工产品贸易业务，贸易产品采购量增加导致成本上涨 98.7%，摊薄了煤化工单位净利润。2021、2022 年煤化工单位归母净利润分别为 634.2、516.2 元/吨，盈利能力维持高位。

图表 26: 公司煤化工售价与成本情况 (单位: 元/吨)



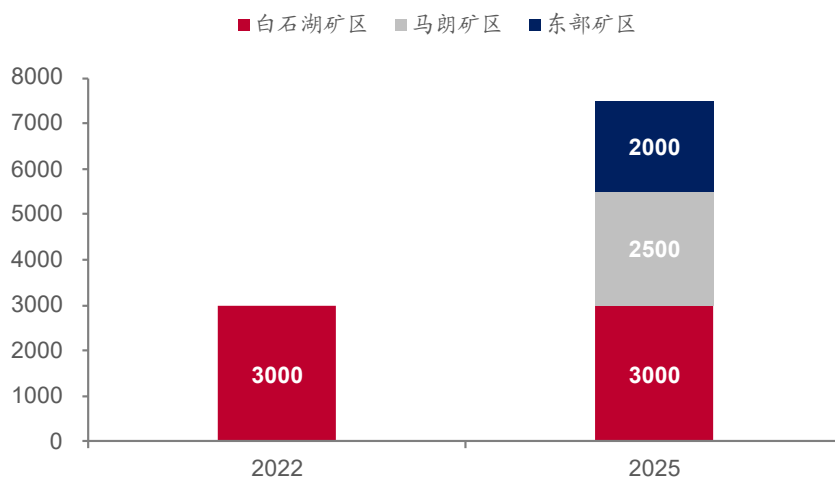
煤化工产品	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
综合单位价格	1708.7	1439.0	1055.7	962.6	1587.2	1872.7	1331.3	1127.4	1903.7	2845.4
yoy(%)		-15.8%	-26.6%	-8.8%	64.9%	18.0%	-28.9%	-15.3%	68.9%	49.5%
综合单位成本	975.9	851.0	872.2	619.7	796.4	932.2	859.8	941.2	934.7	1857.0
yoy(%)		-12.8%	2.5%	-28.9%	28.5%	17.0%	-7.8%	9.5%	-0.7%	98.7%
—材料	242.2	287.6	314.6	211.9	327.8	464.5	393.8	440.3	429.3	1405.9
yoy(%)		18.7%	9.4%	-32.6%	54.7%	41.7%	-15.2%	11.8%	-2.5%	227.5%
—人工	44.6	121.3	101.3	72.7	84.1	77.6	66.2	64.6	85.7	72.9
yoy(%)		172.0%	-16.4%	-28.3%	15.8%	-7.8%	-14.8%	-2.4%	32.7%	-14.9%
—折旧	451.4	278.6	298.5	215.1	224.9	182.2	196.4	216.4	207.9	175.1
yoy(%)		-38.3%	7.1%	-27.9%	4.6%	-19.0%	7.8%	10.2%	-3.9%	-15.8%
—制造费用	237.7	163.6	157.8	120.0	159.6	207.9	203.4	219.9	211.7	203.1
yoy(%)		-31.2%	-3.6%	-23.9%	33.0%	30.3%	-2.1%	8.1%	-3.7%	-4.1%
综合单位毛利润	732.8	587.9	183.6	342.9	790.8	940.5	471.6	186.2	969.0	988.4
yoy(%)		-19.8%	-68.8%	86.8%	130.6%	18.9%	-49.9%	-60.5%	420.4%	2.0%
综合单位净利润	333.8	331.1	-112.6	43.0	269.1	504.3	224.0	-6.4	629.6	511.6
yoy(%)		-0.8%	-134.0%	138.2%	526.4%	87.4%	-55.6%	-102.9%	9910.1%	-18.7%
综合单位归母净利润	305.9	284.1	-96.4	36.8	218.6	442.3	214.9	-6.3	634.2	516.2
yoy(%)		-7.1%	-133.9%	138.1%	494.5%	102.3%	-51.4%	-102.9%	10244%	-18.6%

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 6、未来增长点-增量空间大，布局氢能产业

- 十四五期间，公司煤炭增量空间大。十四五期间，预计白石湖、马朗、东部矿区实际生产能力有望达到 3000 万吨/年、2500 万吨/年、2000 万吨/年，合计 7500 万吨/年。

图表 27：公司十四五产能目标（万吨）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 设立四大煤炭物流市场，实现煤炭销售市场整体前移。公司将以对外合作的方式，规划合作建设四大物流基地。1)柳沟物流基地：辐射甘肃区域，规划建设运营能力 2000 万吨/年。公司在该区域的煤炭销售中占据主导地位。2)广元物流基地：辐射川渝、云贵和两湖地区，规划建设运营能力 2500-3000 万吨/年。获省级政府承诺协调成都局、兰铁路、乌铁路点对点车皮周转，保障煤炭铁路运力，并

可争取 3000 万吨/年的产能置换指标。3)中原物流基地: 辐射河南、山东、江苏、安徽等中原缺煤省份, 规划建设运营能力规模 1500-2000 万吨/年。在该区域公司与客户达成煤炭销售合作事宜, 以提质煤替代兰炭。同时为马朗矿的高热值煤炭销售打下市场基础。4)宁夏物流基地: 辐射宁夏、青海及兰州以东地区, 规划建设 1500-2000 万吨/年。该区域煤化工企业持续落地, 区内化工煤需求有望持续增长。

- **LNG 业务存在增量空间:** 启东 LNG 接收站已实现四期投运, 周转能力达到 500 万吨/年, 未来第五期投运后, 周转能力可达 1000 万吨/年, 助力贸易 LNG 长期增长。

**图表 28: 启东 LNG 接收站投建规划 (万吨/年)**

项目规划	累计周转能力 (万吨/年)	生产状态
启东一期	60	2017 年投产
启东二期	115	2018 年投产
启东三期	300	2020 年投产
启东四期	500	2022 年 10 月投产
启东五期	1000	在建

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司于 2022 年 1 月 25 日发布《氢能产业链发展战略规划纲要 (2022-2030 年)》: 2022 到 2030 年期间, 公司计划配置 537 套 1000 立方米/小时电解水制氢装置, 46 座汽车加氢站 (1500kg/天), 氢燃料重卡 1565 辆, 配套风电装机 500 万 kW、光伏装机 125 万 kW, 配套 180 台 1000 立方米储氢罐 (1.6MPa)。总规划预期带来 180221.54 吨的年用氢需求以及 148.95 亿千瓦时的年用电负荷。

**图表 29: 公司氢能产业规划 (2022-2030)**

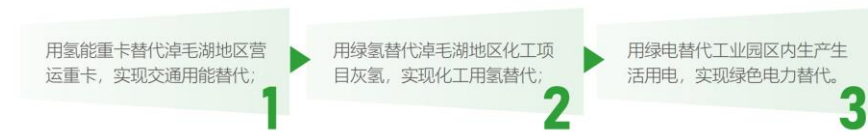
项目	十四五'规划		十五五'规划	合计
	示范应用阶段 (2022)	产业持续导入阶段 (2023-2025)	市场化初级阶段 (2026-20230)	
阶段				
新增汽车加氢站 (座 1500kg/天)	1	20	25	46
新增电解水制氢站 (套 1000Nm <sup>3</sup> /h 制氢装置)		198	339	537
新增风力发电 (kW)		255	245	500
其中:配套风电储能 (万 kW)		51		
新增光伏发电 (kW)		65	60	125
新增氢燃料重卡 (辆)	50	650	865	1565
新增用电负荷 (亿千瓦时/年)		77.57	71.38	148.95
其中: 制氢用电负荷 (亿千瓦时/年)		36.72	66.48	103.2
新增用氢需求 (吨/年)		60632.54	119589	180221.54
新增年用水量 (万立方米/年)		109.6	215.04	324.64

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **公司发展氢能具备两大核心优势:** 一是氢源优势: 公司副产品荒煤气中含 18-20%氢气, 经过提纯后可产生低成本的蓝氢。同时淖毛湖地区也是全国风、光、热资源最丰富的地区之一, 建设绿电制取绿氢也具有较强的价格竞争力。二是应用场景优势: 公司未来将在淖毛湖投产两座千万吨级矿山, 其中需要大量运营重卡, 氢能重卡替

代具备广阔空间。

**图表 30: 公司氢能发展路径**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 7、资本支出与股东回馈

- **资本支出规模平稳可控。**2022 年公司资本支出规模约为 19.63 亿元, 同比下降 42.4%。截至 2023 年 6 月末, 预计公司在建工程未来所需投资额约 80.88 亿元, 资本支出规模可控。

**图表 31: 公司资本支出情况 (百万元)**



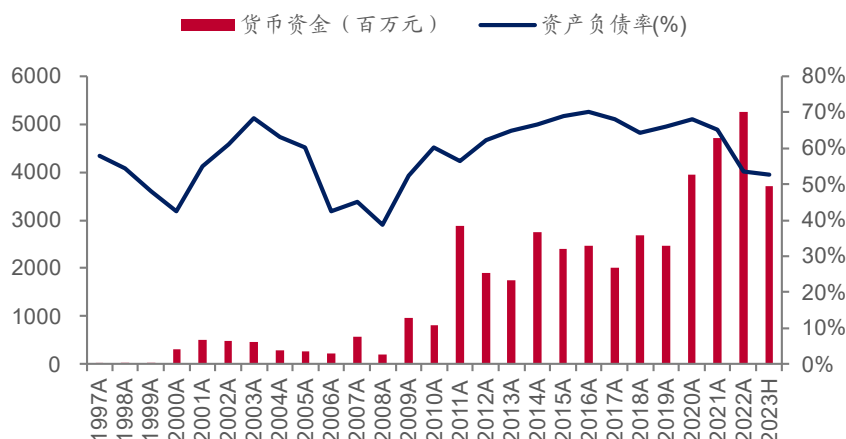
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 32: 截至 2023 年 6 月末主要在建项目 (亿元、%)**

项目名称 (亿元、%)	预算数	期末余额	累计投入占预算比例(%)	工程进度 (%)	预计未来支出 (亿元)
启东港口工程项目	6.51	3.48	53.35	53.35	3.04
哈密煤炭分级提质综合利用项目	12.12	7.49	61.83	61.83	4.62
石油勘探项目	84.20	4.52	47.27	47.27	44.40
哈密环保乙二醇工程项目	2.10	1.07	62.99	62.99	0.78
巴里坤马朗矿项目	37.49	9.45	25.2	25.2	28.04
<b>合计</b>	<b>142.42</b>	<b>26.01</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>80.88</b>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **高比例现金分红可期。**公司发布《关于提高公司未来三年 (2022-2024) 年度现金分红比例的公告》, 2022-2024 年度, 公司拟连续三年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%, 且每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股 (含税)。以当前公司最新股本 (65.66 亿股) 测算, 预计公司现金分红金额不少于 45.96 亿元。

**图表 33: 1977A-2023H 货币资金以及资产负债率情况 (百万元、%)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 34: 公司现金分红情况 (亿元)**

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率 (%)	每股股利(元)
2022A	113.38	51.93	52.87	0.8
2021A	50.03	26.24	52.46	0.4
2018A	17.44	6.79	38.96	0.1
2017A	6.55	3.37	51.4	0.05
2016A	2.06	1.57	76.19	0.03
2014A	16.38	2.61	15.94	0.05
2012A	9.64	1.75	18.18	0.05
2010A	6.88	0.74	10.79	0.06
2009A	5.37	0.38	7.09	0.04
2008A	4.77	0.87	18.15	0.1
2006A	1.96	0.87	44.25	0.1
2003A	2.98	0.36	12.11	0.05
2002A	3.15	0.30	9.53	0.05
2001A	3.04	0.53	17.45	0.15

来源: wind, 中泰证券研究所

## 8、盈利预测与估值

### ■ 盈利预测的核心假设:

- 1) **煤炭业务:** 产量方面, 考虑公司持续扩产以及马朗矿投产在即, 到 2025 年总体产能提升至 8500 万吨/年, 假设 2023-2025 年实际原煤产量为 4500/6000/8000 万吨。销量方面, 考虑清洁炼化厂暂不打算, 假设提质煤产量保持稳定, 预计 2023-2025 年煤炭销量为 3659/5159/7159 万吨。价格方面, 参照新疆哈密地区、甘肃白银、宁夏宁东等地区动力煤坑口价格以及京唐港 5500 大卡动力煤价格涨幅, 预期 2023-2025 年煤炭售价为 444.5/489.0/513.5 元/吨。单位成本方面, 考虑新疆地区煤炭资源税为 6%, 预期 2023-2025 年单位成本为 310.4/313.1/314.6 元/吨。
- 2) **天然气业务:** 销量方面, 考虑启东 LNG 接收站周转能力 2022 年提升至 500 万吨/年, 到 2025 年有望提升至 1000 万吨/年, 预期 2023-

2025 年 LNG 销量为 1010988/1148792/1292010 万方。单位价格方面，参照公司在新疆和江苏启东 LNG 出厂价格涨幅情况，预期 2023-2025 年公司 LNG 售价为 37639/38067/38447 元/万方。单位成本方面，考虑到疆内 LNG 生产以煤制气为主，假设疆内自产 LNG 销量均为煤制 LNG，据此测算贸易 LNG 成本。同时参照新疆煤炭销售价格、JKM 天然气期货价格以及 JCC 原油价格涨幅，预期 2023-2025 年单位成本为 34590/34916/35472 元/万方。

- 3) 煤化工方面：销量方面，预期 2023-2025 年煤化工产品销量为 417.8/417.8/417.8 万吨。价格方面，参照 WTI 原油价格涨幅，预期 2023-2025 年公司煤化工综合产品售价为 3115.5/3146.7/3178.2 元/吨。参照新疆煤炭销售价格，预期 2023-2025 年综合成本为 1688.5/1705.4/1790.7 元/吨。

**图表 35: 煤炭业务预测**

煤炭	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
实际原煤产量 (万吨)	2803	3488	4500	6000	8000
—原煤	1503	2284	3152	4652	6652
—内部用煤	1300	1203	1348	1348	1348
煤炭销售量 (万吨)	1995	2670	3659	5159	7159
yoy(%)	91.19%	33.86%	37.03%	40.99%	38.77%
—原煤	1503	2284	3152	4652	6652
—提质煤	492	386	508	508	508
单位价格 (元/吨)	433.0	569.9	444.5	489.0	513.5
yoy(%)	23.17%	31.60%	-21.99%	10.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	250.1	318.0	310.4	313.1	314.6
yoy(%)	-8.38%	27.12%	-2.37%	0.86%	0.47%
营业收入 (万元)	863869	1521768	1626686	2522857	3675903
yoy(%)	135.50%	76.16%	6.89%	55.09%	45.70%
营业成本 (万元)	498977	849051	1135964	1615386	2252104
yoy(%)	75.20%	70.16%	33.79%	42.20%	39.42%
毛利率 (%)	42.24%	44.21%	30.17%	35.97%	38.73%

来源：公司年报，中泰证券研究所

备注：2022 年实际原煤产量通过自然资源部查询所得

**图表 36: 天然气业务预测**

天然气	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
产量 (万方)	88352	78489	64918	74656	74656
yoy(%)	-4.71%	-11.16%	-17.29%	15.00%	0.00%
1、吉木乃工厂	14661	3076			
yoy(%)	-38.67%	-79.02%			
2、哈密新能源工厂	73691	75413	64918	74656	74656
yoy(%)	7.08%	2.34%	-13.92%	15.00%	0.00%
销量 (万方)	456622	662962	1010988	1148792	1292010
yoy(%)	22.28%	45.19%	52.50%	13.63%	12.47%
1、疆内自产 LNG	89103	78489	64918	74656	74656
yoy(%)	-3.29%	-11.91%	-17.29%	15.00%	0.00%
2、启东贸易 LNG	367519	584473	946070	1074135	1217354
yoy(%)	30.66%	59.03%	61.87%	13.54%	13.33%

单位价格 (元/万方)	25966	51983	37690	38067	38447
yoy(%)	16.23%	100.20%	-27.50%	1.00%	1.00%
单位成本 (元/万方)	17790	41135	34590	34916	35472
yoy(%)	19.83%	131.22%	-15.91%	0.95%	1.59%
1、煤 LNG	12452	13064	11879	11997	12597
yoy(%)	16.17%	4.91%	-9.07%	1.00%	5.00%
2、测算贸易 LNG 成本	19085	44904	36148	36509	36875
yoy(%)	17.82%	135.29%	-19.50%	1.00%	1.00%
营业收入 (万元)	1185667	3446261	3810402	4373080	4967448
yoy(%)	42.10%	190.66%	10.57%	14.77%	13.59%
营业成本 (万元)	812347	2727070	3496963	4011176	4582981
yoy(%)	46.50%	235.70%	28.23%	14.70%	14.26%
毛利率 (%)	31.49%	20.87%	8.23%	8.28%	7.74%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 37：煤化工业务预测

煤化工产品	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销量 (万吨)	215.8	308.3	417.8	417.8	417.8
yoy(%)	10.00%	42.90%	35.50%	0.00%	0.00%
综合价格 (元/吨)	1903.7	2845.4	3115.5	3146.7	3178.2
yoy(%)	68.86%	49.47%	9.50%	1.00%	1.00%
综合成本 (元/吨)	934.7	1857.0	1688.5	1705.4	1790.7
yoy(%)	-0.69%	98.67%	-9.07%	1.00%	5.00%
营业收入 (万元)	410778	877337	1301641	1314657	1327803
yoy(%)	46.50%	113.58%	48.36%	1.00%	1.00%
营业成本 (万元)	201690	572575	705447	712502	748127
yoy(%)	46.50%	183.89%	23.21%	1.00%	5.00%
毛利率 (%)	50.90%	34.74%	45.80%	45.80%	43.66%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 678.80、825.99、1219.32 亿元，实现归母净利润分别为 76.23、107.92、175.11 亿元，每股收益分别为 1.16、1.64、2.67 元。

## 9、估值与投资建议

- 按照 2023 年 10 月 24 日的收盘价，考虑公司以煤炭、天然气、煤化工作为主要业务，选取以天然气、煤化工为主营业务的新奥股份、九丰能源，以及以煤炭为主营业务的陕西煤业、兖矿能源作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 8.4 倍。我们认为广汇能源业务成长空间较大，高景气下业绩具备较大增长空间，当前股价 7.88 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.8X/4.8X/3.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38: 广汇能源可比公司盈利预测与估值表 (元、倍)

代码	名称	收盘价	PB	每股收益			市盈率 PE		
		2023/10/24		22A	23E	24E	22A	23E	24E
600803.SH	新奥股份	16.93	2.9	1.89	2.17	2.51	9.0	7.8	6.7
605090.SH	九丰能源	24.72	2.1	1.74	2.12	2.59	14.2	11.7	9.5
601225.SH	陕西煤业	18.14	1.8	3.62	2.55	2.88	5.0	7.1	6.3
600188.SH	兖矿能源	19.85	2.1	6.30	2.80	2.90	3.2	7.1	6.8
	平均值	/	2.2				7.8	8.4	7.4
600256.SH	广汇能源	7.88	1.8	1.73	1.16	1.64	4.6	6.8	4.8

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 可比公司中新奥股份、九丰能源采用 wind 一致预期盈利预测值, 其余均采用中泰煤炭团队最新盈利预测值

## 10、风险提示

- 经济复苏需求不及预期  
 当前国内经济复苏较慢, 需求增长不及预期, 展望下半年煤炭旺季将临, 若需求保持弱稳态势, 煤价上涨动力减弱, 可能会影响公司盈利能力。
- 产能释放不及预期  
 公司东部矿区仍处于勘探阶段, 并未推进手续办理, 加上马朗矿区、东部矿区设备采购、磨合仍需时间, 其产量可能不及预期。
- 研报使用信息数据更新不及时风险  
 研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

图表 39: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,264	12,128	14,821	19,492	营业收入	59,409	67,880	82,599	121,932
应收票据	3,735	0	0	0	营业成本	42,398	53,854	63,860	92,847
应收账款	1,915	1,681	1,458	1,826	税金及附加	779	882	1,074	1,585
预付账款	1,737	809	1,013	1,436	销售费用	317	882	1,074	1,585
存货	1,560	4,551	5,422	7,489	管理费用	642	815	991	1,463
合同资产	13	4	6	11	研发费用	397	339	413	610
其他流动资产	2,048	7,466	5,974	9,812	财务费用	1,005	1,110	1,072	965
流动资产合计	16,259	26,635	28,689	40,055	信用减值损失	-17	-10	-10	-10
其他长期投资	2,604	2,975	3,619	5,340	资产减值损失	-447	-70	-70	-70
长期股权投资	1,452	1,452	1,452	1,452	公允价值变动收益	-9	-10	-19	-13
固定资产	25,905	24,708	23,596	22,562	投资收益	272	33	83	130
在建工程	3,698	3,998	4,298	4,598	其他收益	49	49	49	49
无形资产	6,524	7,538	8,945	9,352	营业利润	13,737	10,008	14,165	22,980
其他非流动资产	5,134	5,134	5,135	5,136	营业外收入	31	31	31	31
非流动资产合计	45,317	45,806	47,045	48,439	营业外支出	37	37	37	37
资产合计	61,575	72,441	75,733	88,494	利润总额	13,731	10,002	14,159	22,974
短期借款	8,671	11,858	9,736	8,671	所得税	2,575	2,501	3,540	5,743
应付票据	1,663	2,113	2,505	3,642	净利润	11,156	7,501	10,619	17,231
应付账款	2,753	3,497	4,147	6,030	少数股东损益	-181	-122	-173	-280
预收款项	0	616	187	346	归属母公司净利润	11,337	7,623	10,792	17,511
合同负债	1,387	1,222	1,487	2,195	NOPLAT	11,973	8,333	11,423	17,955
其他应付款	606	606	606	606	EPS (按最新股本摊薄)	1.73	1.16	1.64	2.67
一年内到期的非流动负债	3,282	3,282	3,282	3,282					
其他流动负债	5,265	6,255	7,132	9,654					
流动负债合计	23,627	29,448	29,082	34,425	主要财务比率				
长期借款	7,465	7,365	7,265	7,165	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,872	2,190	2,190	2,190	营业收入增长率	138.9%	14.3%	21.7%	47.6%
非流动负债合计	9,337	9,555	9,455	9,355	EBIT增长率	99.2%	-24.6%	37.1%	57.2%
负债合计	32,965	39,003	38,537	43,780	归母公司净利润增长率	126.6%	-32.8%	41.6%	62.3%
归属母公司所有者权益	28,869	33,817	37,749	45,546	获利能力				
少数股东权益	-258	-380	-553	-833	毛利率	28.6%	20.7%	22.7%	23.9%
所有者权益合计	28,611	33,437	37,196	44,714	净利率	18.8%	11.1%	12.9%	14.1%
负债和股东权益	61,575	72,441	75,733	88,494	ROE	39.6%	22.8%	29.0%	39.2%
					ROIC	35.3%	21.9%	29.2%	41.2%
					偿债能力				
					资产负债率	53.5%	53.8%	50.9%	49.5%
					债务权益比	74.4%	73.9%	60.4%	47.7%
					流动比率	0.7	0.9	1.0	1.2
					速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.4
					应收账款周转天数	11	10	7	5
					应付账款周转天数	29	21	22	20
					存货周转天数	14	20	28	25
					每股指标(元)				
					每股收益	1.73	1.16	1.64	2.67
					每股经营现金流	1.55	1.33	2.41	2.87
					每股净资产	4.40	5.15	5.75	6.94
					估值比率				
					P/E	4.6	6.8	4.8	3.0
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	22	27	20	14

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。