

广汇能源 (600256.SH)

新疆民营能源巨头，煤、气、油核心资源快速扩张

买入

核心观点

同时具有煤、油、气的民营巨头，产能扩张确定性强，高分红凸显投资价值。公司立足于新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，以能源产业为经营中心，是国内目前唯一一家同时具有煤、油、气三种资源的民营企业。公司 LNG 周转量及贸易量不断提升，煤化工板块提质煤项目负荷率不断上升，公司扩张势头明显。双碳背景下，公司积极布局 CCUS 和氢能等产业，凸显长期可持续发展。公司承诺 2022-2025 年每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股(含税)，对应较高股息率，体现了公司长期投资价值。

马朗煤矿增量显著，疆煤外运通道无忧。目前公司马朗煤矿正进行手续办理，已具备条件可随时转入正式生产，远期规划 2500 万吨/年产量。马朗煤矿开采相对简单、且杂质低、热值高，较白石湖煤矿是更优质的动力和化工用煤。另有公司关联公司控制的红淖铁路及相关物流园可有效打开煤炭销售半径，保证疆煤外援销售无忧。

优质富油煤资源稀缺，煤化工一体化成本优势突出。提质煤项目采用自产稀缺富油煤，煤焦油收率高，提质煤质量显著提高，荒煤气可制备高值乙二醇，产品较原料增值明显。煤制甲醇联产 LNG 项目可副产多种产品，组合经济效益高。公司目前产品有 LNG、甲醇、煤焦油、乙二醇、DMSO 等多种产品，随着公司提质煤项目负荷率的提高，煤化工板块相关产品产量也在不断增长。目前国际油价高位震荡，甲醇、煤焦油等产品盈利性较好，煤化工板块盈利有望稳定在高位。

周转能力大增，低价长协 LNG 贡献稳定利润。公司煤制 LNG 生产稳定，鄯善项目复产情况值得关注。天然气贸易方面，公司 2019 年签订的长协 LNG 价格低廉，在天然气景气背景下利润丰厚。LNG 接收站是天然气贸易领域的核心资产，具有很强的政策壁垒。公司启东 LNG 接收站各期项目相继建成投入使用，公司 LNG 周转能力得以快速提高，公司 LNG 接卸业务也将快速提升，增厚公司利润。

盈利预测与估值：随着公司新产能投放，预计 2023-2025 年归母净利润 60.55/95.42/119.03 亿元，EPS 分别为 0.92/1.45/1.81 元。通过多角度估值，预计公司合理估值在 9.20 元，相对目前股价有 25%溢价，维持买入评级。

风险提示：新项目建设进度不及预期、产品价格波动、安全生产等风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,865	59,409	63,543	81,644	91,120
(+/-%)	64.3%	138.9%	7.0%	28.5%	11.6%
净利润(百万元)	5003	11338	6055	9859	11906
(+/-%)	274.4%	126.6%	-46.6%	62.8%	20.8%
每股收益(元)	0.76	1.73	0.92	1.50	1.81
EBIT Margin	31.5%	25.0%	13.7%	16.4%	17.4%
净资产收益率 (ROE)	23.9%	39.3%	18.3%	24.6%	24.6%
市盈率 (PE)	9.5	4.2	7.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	9.0	4.9	7.1	5.2	4.5
市净率 (PB)	2.28	1.65	1.44	1.19	0.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

联系人：张歆钰

010-88005379

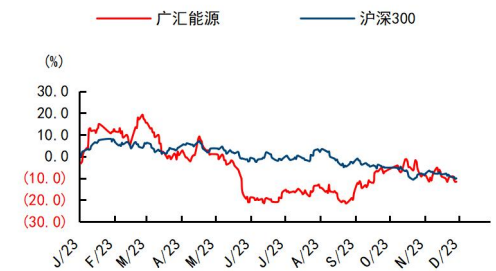
yanglin6@guosen.com.cn zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.28 - 9.20 元
收盘价	7.26 元
总市值/流通市值	47667/47667 百万元
52 周最高价/最低价	11.35/6.40 元
近 3 个月日均成交额	683.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《广汇能源 (600256.SH) - 三季度业绩符合预期，看好未来公司天然气、煤炭业务增长》——2023-10-27

《广汇能源 (600256.SH) - 业绩大幅增长，高分红提升投资回报》——2023-04-14

《广汇能源 (600256.SH) - 单季度业绩再创历史新高，绿色转型迈出步伐》——2022-10-19

《广汇能源 (600256.SH) - 能源业务持续强劲，海外天然气套利可期》——2022-10-10

《广汇能源 (600256.SH) - 欧洲能源紧缺背景下，公司天然气资产价值逐步显现》——2022-08-27

内容目录

公司概况：同时布局煤、油、气的民营巨头，发展战略明确	5
公司是国内目前唯一同时具有煤、油、气三种资源的民营企业	5
以长期可持续发展为目标，战略布局新型能源	6
公司股权结构清晰稳定，员工持股计划+高分红凸显投资价值	6
能源景气度维持高位，公司业绩不断提升	8
煤炭：产能释放叠加外运能力提升，业绩有望快速提升	9
煤炭能源基石位置不变，新疆煤炭资源开发前景良好	9
新疆煤电、煤化工不断发展，煤炭消费量不断增加	11
西北、西南煤炭缺口日益增加，疆煤外运是弥补缺口重要来源	13
“一主两翼”铁路建设，疆煤外运渠道通畅	14
自建淖柳公路、红淖铁路及相关物流中转基地，降低运输和仓储成本，具备较强竞争优势	15
公司煤炭资源丰富，产能增量	17
天然气：多种低价气源保证供应，稀缺接收站资源助力贸易量增长	19
“自产+贸易”优势明显，伴随高景气度业绩快速增长	19
自产气方面：煤制气项目运行稳定，鄯善项目整装待发	20
外购气方面：储罐周转量大幅提升，长协低价气奠定利润基础	21
煤化工：产业链一体化铸就低成本、高毛利	24
一体化布局煤化工，产品品种及产量持续增加	24
公司富油煤禀赋优异，清洁炼化项目前景可期	26
煤化工产品价格与油价相关，保持高景气度	26
油田生产指日可待，新能源产业转型先锋	28
斋桑油田已经试生产，贡献利益指日可待	28
二氧化碳捕集及驱油项目已顺利生产	28
氢能项目稳妥推进	29
盈利预测	29
假设前提	29
未来3年业绩预测	30
盈利预测的敏感性分析	31
盈利预测情景分析	31
估值与投资建议	32
投资建议	33
风险提示	34
附表：财务预测与估值	36

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司主营业务	5
图 3: 公司“一二三四”战略	6
图 4: 广汇能源股权结构（截止至 2023 年 9 月）	7
图 5: 公司经营性现金流量净额（亿元）	7
图 6: 公司负债总额及资产负债率	7
图 7: 公司营收及同比增速	8
图 8: 公司归母净利润及同比增速	8
图 9: 公司收入结构（亿元）	9
图 10: 公司毛利结构（亿元）	9
图 11: 期间费用率与研发费用率	9
图 12: 公司毛利率与净利率	9
图 13: 2022 年中国能源消费结构	10
图 14: 2017-2022 中国原煤产量	10
图 15: 近年新疆煤炭产量及增速	10
图 16: 2022 年中国主要产煤省份煤炭产量及同比增速	10
图 17: 新疆煤炭资源种类分布特征	11
图 18: 2015-2020 年新疆火力发电量及发电用煤炭	12
图 19: 2015-2022 年疆电外送量	12
图 20: 疆煤外运情况（不含公路）	13
图 21: 2023 年月度新疆煤炭铁路发运量	13
图 22: 新疆铁路外运通道	15
图 23: 2015-2021 年疆煤外运量	15
图 24: 2021 年疆煤外运主要来源地（万吨）	15
图 25: “将-淖-红”铁路示意图	16
图 26: 公司煤炭板块产业链	17
图 27: 公司煤炭产量及增速	18
图 28: 公司煤炭总销量及增速	18
图 29: 新疆哈密 6000K 动力煤价格（元/吨）	19
图 30: 公司煤炭板块营收及增速	19
图 31: 公司天然气板块产业链	19
图 32: 公司 LNG 销量	20
图 33: 公司 LNG 销售收入	20
图 34: 公司自产 LNG 产量	20
图 35: 中国 LNG 进口能力与进口量（万吨）	21
图 36: 中国 LNG 进口能力结构	21
图 37: 国际天然气现货价（美元/百万英热）	23

图 38: 公司煤化工板块产业链	24
图 39: 公司煤化工产品产量	25
图 40: 公司煤化工产品销量	25
图 41: 公司煤化工板块营业成本与营业收入	27
图 42: 煤化工板块毛利率与油价走势	27
图 43: 中国优等甲醇现货价格 (元/吨)	27
图 44: 公司甲醇销量与产量	27
图 45: 煤焦油市场主流价格 (元/吨)	28
图 46: 公司煤基油品产量与销量	28
表 1: 新疆四大煤田简介	11
表 2: 新疆已投产煤化工项目情况	12
表 3: 新疆煤化工新建项目	13
表 4: 疆煤外运铁路运力梳理	14
表 5: 公司煤炭外运方式	16
表 6: 广汇集团物流基地汇总	17
表 7: 公司各煤矿概况	18
表 8: 中国已投产 LNG 接收站情况	22
表 9: 启东 LNG 接收站产能建设表	22
表 10: LNG 下游长期客户	23
表 11: 公司煤化工板块各项目产能与产品	25
表 12: 煤中焦油含量分级	26
表 13: 广汇能源业务拆分 (亿元)	30
表 14: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	30
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	31
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	32
表 17: 资本成本假设	32
表 18: 广汇能源 DDM 估值表	32
表 19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	33
表 20: 相对估值表	33

公司概况：同时布局煤、油、气的民营巨头，发展战略明确

公司是国内目前唯一同时具有煤、油、气三种资源的民营企业

公司成立于1994年，前身为新疆广汇实业股份有限公司。2000年于A股上市，2002年开始进行产业结构调整，正式进入液化天然气领域；2012年剥离了石材、塑钢门窗等非能源业务，成功转型为专业化的能源开发上市公司。公司立足于新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，确立了以能源产业为经营中心、资源获取与转换为方向的产业发展格局。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

地处新疆，公司依托丰富的天然气、煤炭和石油资源，建成了以液化天然气(LNG)、煤炭、甲醇、煤焦油、乙二醇为主要产品，以煤化工产业链为核心，以能源物流为支撑的综合能源产业体系。广汇能源依托丰富的资源优势，现已初步形成天然气、煤炭、煤化工、清洁能源、碳捕集与利用协同发展的五大产业格局，是集上游煤炭开采、油气勘探生产，中游资源清洁转化高效利用，下游物流运输与终端市场于一体的大型能源上市公司。

图2：公司主营业务

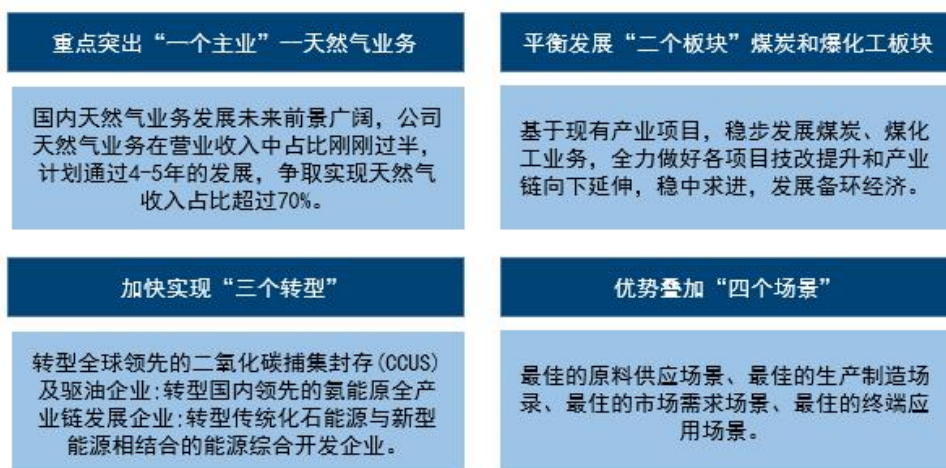


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以长期可持续发展为目标，战略布局新型能源

2020 年公司成功转型为专业化能源开发上市公司，2021 年始在我国“碳达峰、碳中和”的战略背景下，依托公司资深特点，结合新疆区位优势，公司积极推进以“绿色革命”为主题的第二次战略转型升级，围绕现有产业发展格局，集中优势力量，实施“一二三四”战略：以天然气业务为主业，平衡发展煤炭和煤化工两个板块，加快实现成为全球领先的二氧化碳捕集封存（CCUS）及驱油企业、国内领先的氢能源全产业链发展企业及传统化石能源与新型能源相结合的能源综合开发企业。

图3：公司“一二三四”战略

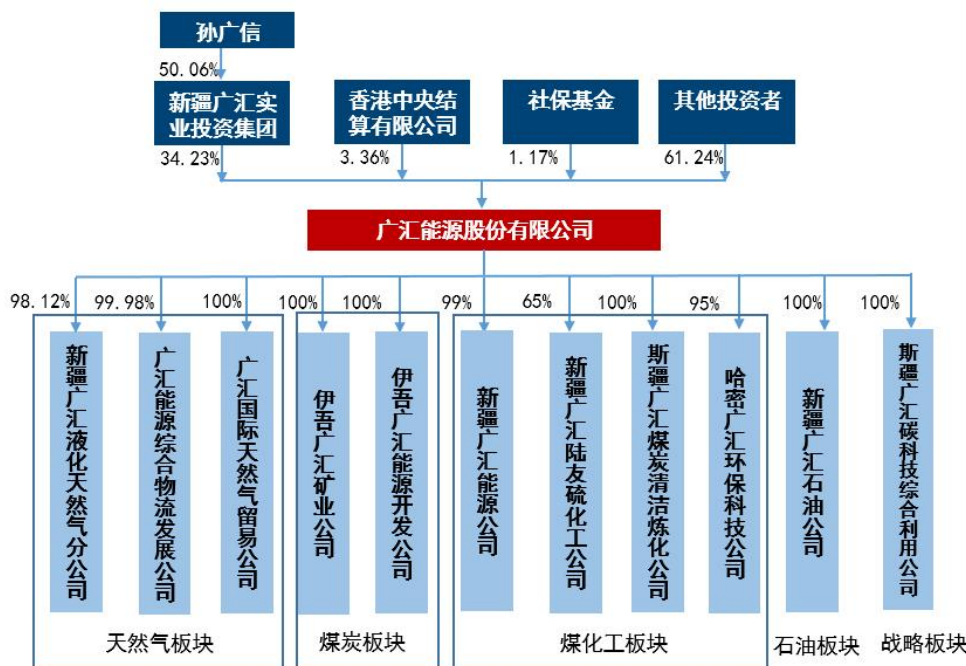


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰稳定，员工持股计划+高分红凸显投资价值

公司股权结构清晰，实控人深耕实业。截止至 2023 年 9 月，公司控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，持有 34.23% 的股份；公司实控人为孙广信，现任新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司董事长，孙广信先生自 1989 年创办新疆广汇实业集团前身，投身实业，经验丰富。广汇实业投资（集团）有限责任公司现为“世界 500 强”企业集团，经过三十多年的发展，广汇实业投资（集团）有限公司形成了“能源开发、汽车服务、现代物流、置业服务”等四大产业并进的发展格局，现拥有广汇能源（600256）、广汇汽车（600297）、广汇宝信（1293.HK）、广汇物流（600603）、合金投资（000633）五家上市公司，协同效应突出。广汇能源下属子公司根据主营业务可分为天然气、煤炭、煤化工、石油及新兴板块，分工明晰。

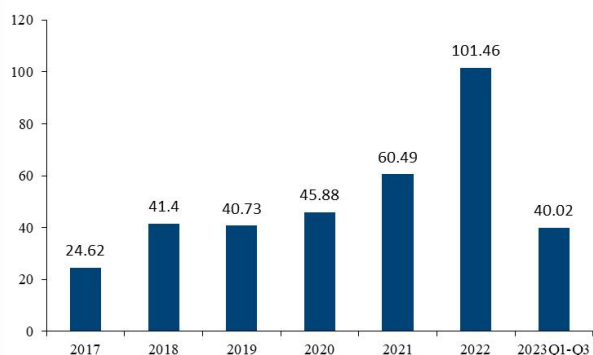
图4：广汇能源股权结构（截止至 2023 年 9 月）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

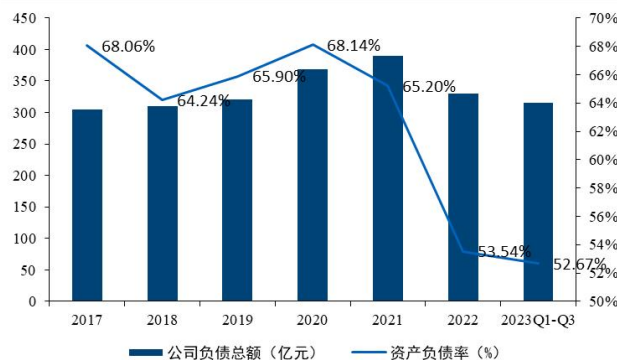
2022 年公司公布了员工持股计划，拟授予 198 名员工 4548.75 万股回购股份，转让价格为回购成本 2.84 元/股。本期员工持股计划的考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。以 2021 年度经审计归属于上市公司股东的净利润作为初始基数。当 2023 年及 2024 年归母净利润分别不低于 150 亿元及 200 亿元时触发解锁条件，较此前员工持股计划相比，本次考核目标显著提高，彰显管理层信心。

图5：公司经营性现金流量净额（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司负债总额及资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

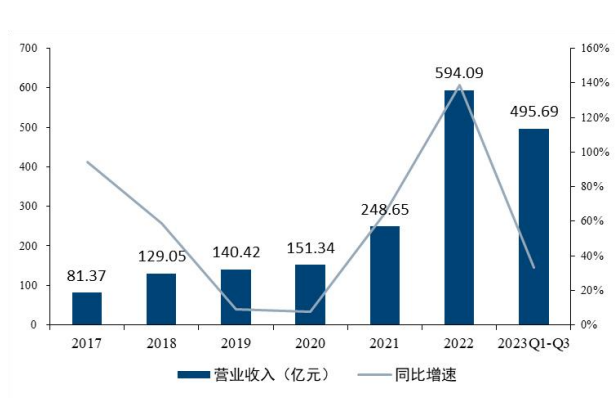
2017 年以来，随着公司产能不断建成，公司经营性现金流不断上升。2022 年得益于资源价格上涨，公司经营性现金流达到 101.46 亿元，现金流十分充沛；与此同

时公司资产负债率明显下降，资产负债结构愈发健康，为公司未来分红奠定了坚实基础。2022 年公司发布了《关于提高公司未来三年（2022-2024）年度现金分红比例的公告》，公告中公司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 2023 年 11 月 30 日广汇收盘价 7.26 元计，股息率高达 9.64%。员工持股计划及大比例分红体现了公司对未来发展的确定性，也体现了公司长期投资价值。

能源景气度维持高位，公司业绩不断提升

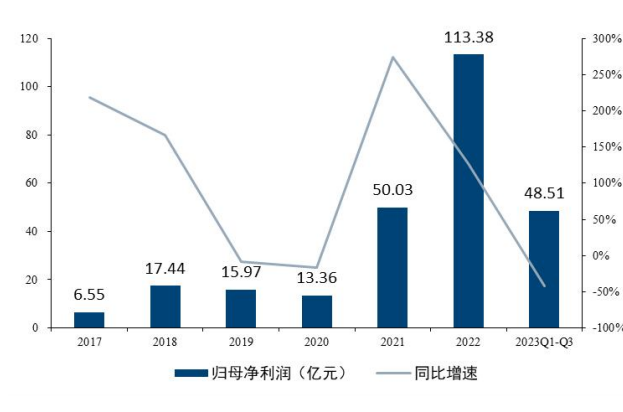
公司业绩与大宗商品价格关联度较高，2021 年以来营收增速可观。2017 年始，我国进行供给侧改革，能源品价格开始上行，带动公司业绩提升。但随后由于 2018-2020 年大宗商品周期下行，公司煤化工产品盈利有所下滑导致盈利有所下滑。2021-2022 年能源品价格大幅提升，叠加公司各项业务持续扩张，带动公司业绩大幅提升。2023 年前三季度由于能源价格回调，公司归母净利润同比减少 42.27%，但公司以量补价，煤炭产量、天然气贸易量持续提升，公司营收同比增长 32.97%。

图7：公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

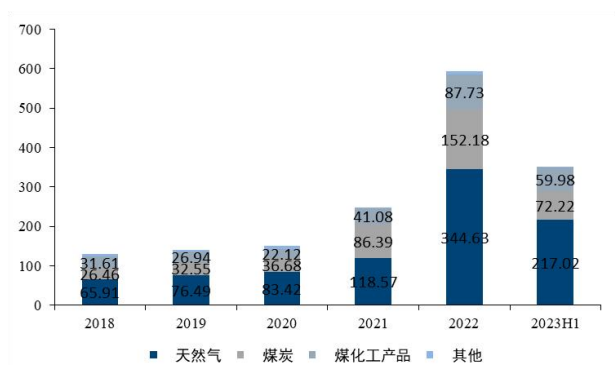
图8：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

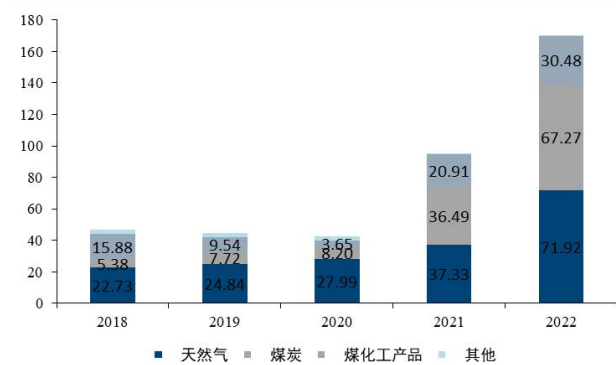
天然气、煤炭和煤化工贡献公司主要营收。2022 年三大板块分别贡献营收为 344.63、152.18 和 87.73 亿元，合计占比 98.39%；毛利分别为 71.92、67.27 和 30.48 亿元，合计占比 97.14%。天然气板块方面公司启东 LNG 接收站储罐建设稳扎稳打，5#20 万 m³储罐 2022 年 10 月投入使用，6#LNG20 万 m³储罐 2023 年底有望投入使用，最终在 2025 年前周转能力提升至 1000 万吨/年。伴随储存能力的提升，公司 LNG 装卸和周转能力大幅提高，天然气板块业绩提升确定性较强。煤炭板块，公司在产的白石湖煤矿于 2022 年 12 月核增产能至 1800 万吨/年，当前具备 2000 万吨/年的生产能力。在建的马朗煤矿将于 2025 年达到 2500 万吨产能，煤质优良，根据公司三季报，2023 年 9 月 21 日安全核准报告已上会评审，根据专家意见修改后的安全核准资料已上报至国家矿山安全监察局审批，环评报告受理单已报送至生态环境部，正在审批中，目前项目配套设施建设已基本完成，具备随时生产加工煤炭条件。东部矿区的建设也在稳步推进，预计未来能达到 2000 万吨/年产能。煤化工板块，装置高效运行，自产原料煤显著降低成本，产品价格与国际油价相关度较高，在高油价背景下，煤化工板块有望保持稳健运营。

图9: 公司收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

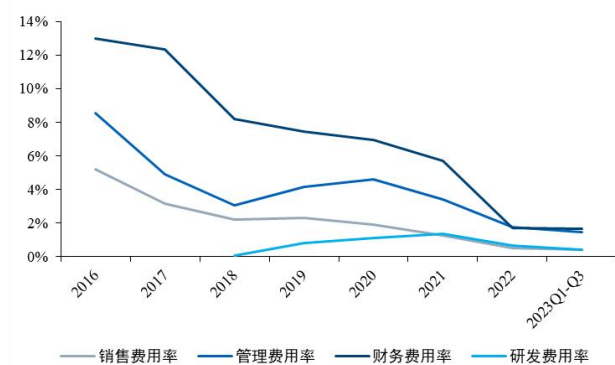
图10: 公司毛利结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

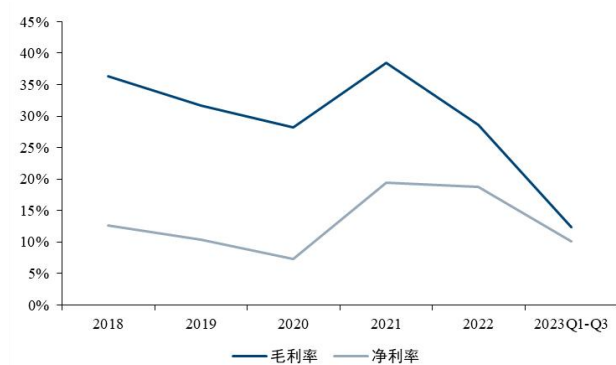
公司管理水平不断提高, 各项费率不断下降。公司三项期间费用率自 2016 年开始大幅下降。2023 年前三季度销售费用率仅为 0.40%, 管理费用为 1.47%, 财务费用为 1.67%, 体现出公司出色的管理能力。公司作为传统能源生产企业, 主要重点为保证生产正常进行, 研发需求相对较少, 多为生产过程中的改进创新, 采用职工兼职研发的模式, 在保证正常生产的同时可兼顾研发, 公司研发费用较为适度。公司毛利率和净利率波动较大, 主要与能源价格波动相关, 今年能源价格回调、天然气价差缩窄, 一定程度上影响了公司盈利情况。

图11: 期间费用率与研发费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

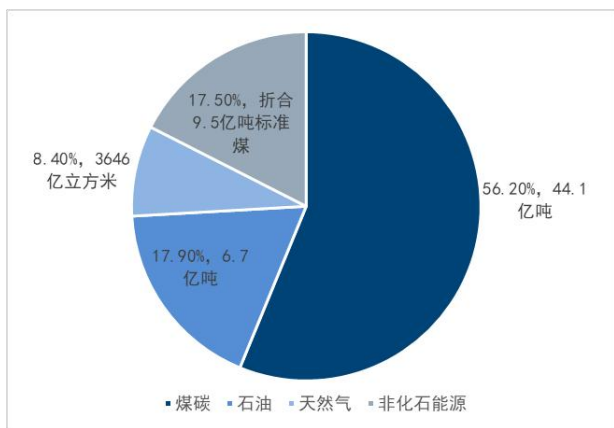
煤炭: 产能释放叠加外运能力提升, 业绩有望快速提升

煤炭能源基石位置不变, 新疆煤炭资源开发前景良好

我国“富煤、缺油、少气”的能源结构决定了煤炭依然是我国最重要的一次能源。根据 2022 年我国能源消费结构看, 煤炭消费量达到 44.1 亿吨, 占比达到 56.20%; 供应端来看, 能源主管部门通过加快煤矿建设项目核准速度, 新增产能 6200 万吨

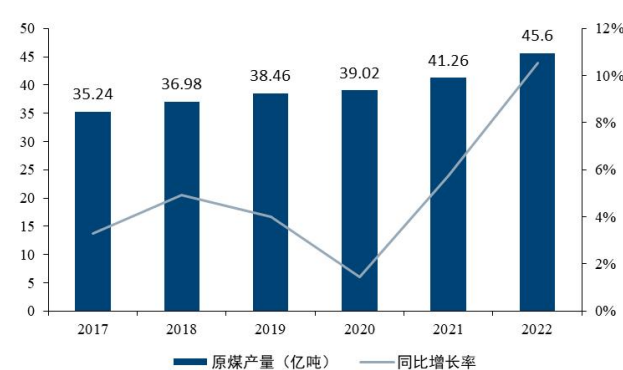
/年，我国全年生产原煤 45.6 亿吨，同比增长 10.52%。煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见指出到 2025 年，煤炭产能 45 亿吨左右，煤炭产量 41 亿吨左右，煤炭消费量 42 亿吨左右；通过加快大型现代化煤矿建设，做好煤矿技术改造、持续推进安全高效现代化煤矿建设，计划到 2025 年我国煤矿数量将控制在 4000 处左右，大型煤矿产量占 85%以上，大型煤炭基地产量占 97%以上。

图13: 2022 年中国能源消费结构



资料来源：电力规划设计总院，国信证券经济研究所整理

图14: 2017-2022 中国原煤产量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

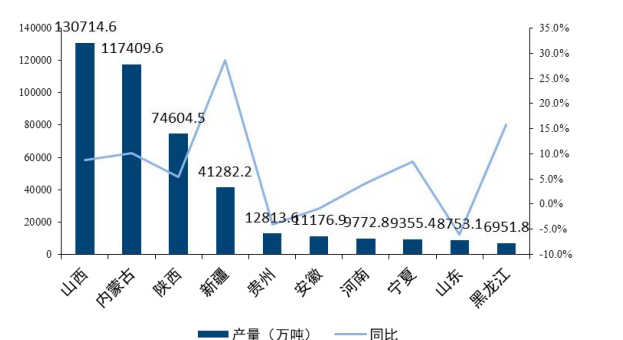
近年来内地煤炭资源面临枯竭，产量面临下滑压力。而新疆随着国内诸多企业积极参与煤炭开发项目，投建了一批千万吨级煤矿，新疆煤炭产能开始逐步释放。2018-2022 年间新疆原煤产量从 2018 年的 1.90 亿吨增长到 2022 年的 4.13 亿吨，年均复合增速达 15.36%，新疆原煤产量占全国原煤总产量的比重由 2018 年的 5.37% 提高到 2022 年的 9.18%，成为全国第四大产煤省区，2022 年新疆产量增速达 28.60%，远超其余产煤大省。

图15: 近年新疆煤炭产量及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图16: 2022 年中国主要产煤省份煤炭产量及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新疆地域辽阔，煤炭资源丰富，煤炭资源查明保有储量 3915 亿吨，占全国的 24.5%，煤炭远景储量 2.19 万亿吨，约占全国资源总量的 40%。新疆煤炭资源极其丰富，主要分布在准噶尔盆地及周边的准东煤田，吐鲁番—哈密盆地的吐哈煤田，伊犁

盆地的伊犁煤田，塔里木盆地北缘的库拜煤田。2022年5月，新疆维吾尔自治区人民政府印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》指出“十四五”时期，新疆全面将加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能1.6亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争2025年新疆煤炭产量达4亿吨以上，新疆煤炭产业发展前景广阔。

具体来看，新疆各煤田的特性如下：

表1: 新疆四大煤田简介

名称	预测储量(亿吨)	特点	开发定位
吐哈煤田	5708	煤层多，厚度大而稳定，结构较简单，煤质较好，低灰，低硫、低磷，高发热量、埋藏浅，易采，交通方便	煤炭(西煤东运)、煤电
准东煤田	3900	煤层结构较简单，埋藏浅。煤质较好，低灰一特低灰，低磷一特低磷，高发热量，区内交通方便地形平坦，易于开发	煤电(西电东送)、煤化工
伊犁煤田	3009	煤层煤质较好，低灰、低硫、低磷，高发热量	煤电、煤化工
库拜煤田	1370	煤质好，煤种较全，区内交通便利	民用煤、煤电、煤焦化。

资料来源：霍超，《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》，中国煤炭，2020，46(10):16-21，国信证券经济研究所整理

图17: 新疆煤炭资源种类分布特征



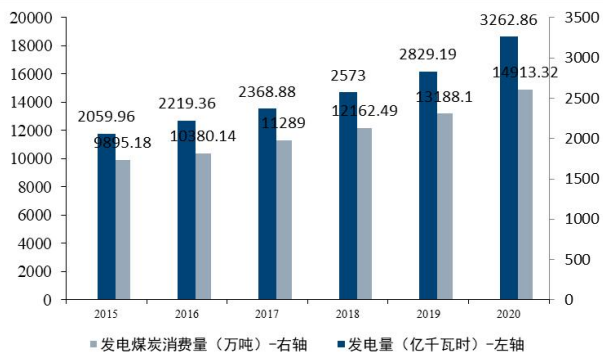
资料来源：葛栋锋等，《新疆煤炭资源种类分布特征》，内蒙古煤炭经济，2021(20):61-63，国信证券经济研究所整理

新疆煤电、煤化工不断发展，煤炭消费量不断增加

新疆煤炭消费主要集中在煤电和煤化工领域，合计消费量占煤炭消费量的70%以上。2014年12月3日，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》中计划推进建设9个千万瓦级大型煤电基地，其中新疆哈密、准东两大煤电基地入选。目前新疆已经拥有四条外送电通道，有利保证了东部地区的能源安全。新疆作为我国重要能源基地，电力行业快速发展，2015-2022年新疆火电装机容量从3768万kW增长到5858.6万kW。新疆火力发电量及发电用煤炭量也保持高速

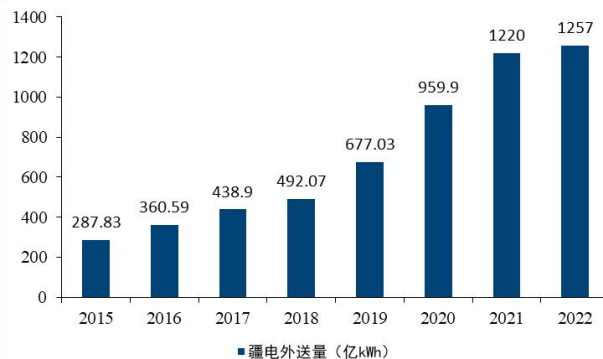
增长。2010 年为疆电外送元年，随着特高压输电工程的不断建成投运，“疆电外送”规模不断增长，2022 年新疆全年累计外送电量 1257 亿 kWh。目前新疆已经建成四条特高压输电线路，哈密北-重庆±800kV 直流输电工程建成后，预计每年可增加 400 亿千万 kWh。

图18: 2015-2020 年新疆火力发电量及发电用煤炭



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图19: 2015-2022 年疆电外送量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新疆维吾尔自治区地处我国西北内陆，远离东部煤炭消费区，受制于超长的运输距离，其煤炭资源无法有效发挥价值，就地转化为高附加值、便于运输的能源化工产品向东部输送，可有效发挥其资源价值。作为丝绸之路经济带核心区以及实施西部大开发战略的重点地区，国家在政策层面大力支持新疆经济社会高质量发展和“三基地一通道”建设，加快推进大型煤炭、煤电、煤化工基地等建设。在国家层面明确提出，要做好煤制油气战略基地规划布局和管控，推动现代煤化工产业示范、技术升级及化工新材料等高端产品发展；并稳妥推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设。自治区政府在加快推进现代煤化工产业发展的同时，重点推进准东国家现代煤化工产业示范区、哈密新型综合能源基地和现代煤化工产业示范区建设，将准东、哈密经济开发区打造成为优势能源有效利用示范区，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。

“十三五”期间，新疆构建了以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。截至 2020 年底，新疆煤制天然气产能达 33.75 亿立方米/年，占全国 66%；煤制 1,4-丁二醇产能达 50 万吨/年，占全国 28%。

表2: 新疆已投产煤化工项目情况

	项目名称	产能	投产时间
煤制天然气	新疆庆华伊型煤制气一期	13.75 亿立方米/年	2013 年
	新疆新天伊型煤制气	20 亿立方米/年	2014 年
煤制烯烃	国能新疆煤基新材料	68 万吨/年	2016 年
	新疆天业电石尾气制乙二醇	5 万吨/年	2013 年
煤制乙二醇	新疆天业二期煤制乙二醇	60 万吨/年	2020 年
	新疆宜化合成氨、尿素项目	40 万吨/年合成复 60 万吨年尿素	2012 年
传统煤炭化工	众泰煤焦化焦炉煤气制甲醇	20 万吨/年	2021 年
	信汇峡公司煤焦油加氢项目一期	60 万吨/年	2021 年
	新疆宜化三聚氰胺项目	8 万吨/年	2015 年
煤基精细化工	新疆国泰新华煤制 1,4-丁二醇项目	20 万吨/年	2018 年

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所假设

“十四五”时期，新疆将继续推动现代煤化工产业绿色、低碳高质量发展，重点发展准东、哈密地区的煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤炭分质综合利用、煤制乙二醇等现代煤化工产业及下游延伸产业；其他地区重点实施产业升级改造，实施延链、补链项目，补强产业链及下游延伸产业；强化技术和装备创新，持续推动现代煤化工产业低碳、清洁、高效、可持续发展。

表3: 新疆煤化工新建项目

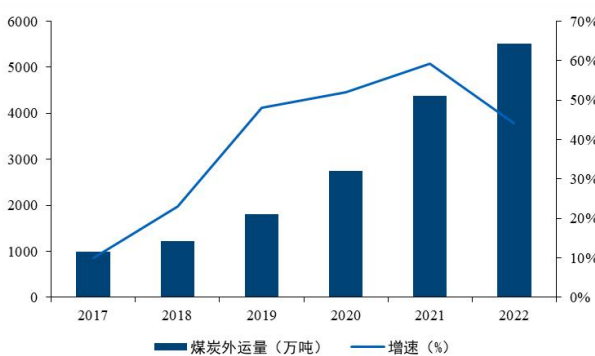
类型	企业	预计投产时间	年产能
煤制乙烯	国投新疆伊犁煤化工	2023年12月	30万吨/年
煤制丙烯	国投新疆伊犁煤化工	2023年12月	30万吨/年
煤制乙二醇	中昆新材料	2024年12月	120万吨/年
煤制乙二醇	新疆望京龙	2025年12月	40万吨/年
煤制气	新疆庆华	在建	40亿立方米/年
煤制气	新疆龙宇能源准东煤化工	在建	40亿立方米/年
煤制气	新疆新天煤化工	在建	20亿立方米/年
煤制油	伊泰伊犁100万吨	暂缓建设	100万吨/年

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所假设

西北、西南煤炭缺口日益增加，疆煤外运是弥补缺口重要来源

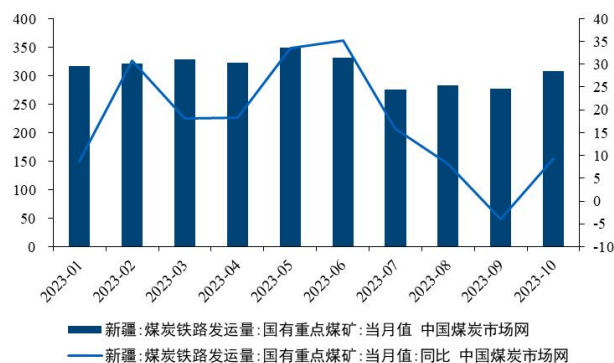
随着我国中东部煤炭资源枯竭和产能的退出，我国煤炭布局不断西移，新疆煤炭产量快速提升，目前成为我国第四大产煤省份。随着国家“西煤东运”战略实施的深入，新疆煤炭外运量不断提升，2022年新疆铁路原煤调出量达5521.4万吨，经不完全统计2022年疆煤外运超8000万吨。2023年上半年新疆煤炭运输量继续上升，达6274万吨，随着疆煤“一主两翼”通道运力提升，全年力争疆煤外运8800万吨。

图20: 疆煤外运情况（不含公路）



资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

图21: 2023年月度新疆煤炭铁路发运量



资料来源：Wind，中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

目前甘肃省特别是河西走廊地区是疆煤外运最稳定和成熟的市场，宁夏区发展潜力巨大，西南地区的市场也有较大的发展空间。2021年经铁路出疆煤中，到达西北地区甘肃、宁夏和青海三省总量为2174万吨，占出疆总量的59%，到达西南地区重庆、四川、贵州和云南四省市为1231万吨，占出疆总量的33%其余去往中东部地区仅占7%。

甘肃省：随着河西走廊各地区承载东部地区产业转移规模扩大，以及在酒泉至湖

南特高压输电项目建成后，为实现以风电和太阳能新能源外送为主而配置的稳峰火电厂煤炭消耗量将逐步增加，该区域煤炭消费量仍将呈稳定增长态势，成为促进疆煤外运规模不断扩大的核心要素。

宁夏：宁夏自治区是我国重要的能源化工基地。受区内资源逐渐枯竭影响，全区煤炭产能快速下降，自 2015 年起已成为煤炭净调入省份。在相继布局大批西电东送电源项目，以及宁东化工基地煤炭转化等相关产业快速发展的共同作用下，区内煤炭供需矛盾不断加剧，特别是动力煤缺口快速增长。预计全区煤炭缺口将进一步扩大至近 1 亿吨左右。

西南地区：受资源衰减、国家宏观政策调控和环境等因素约束，西南地区煤炭产量快速下降，区内各省市均为煤炭净调入省份，区外调入量不断增加，为疆煤持续拓展本地区市场创造有利条件。

“一主两翼”铁路建设，疆煤外运渠道通畅

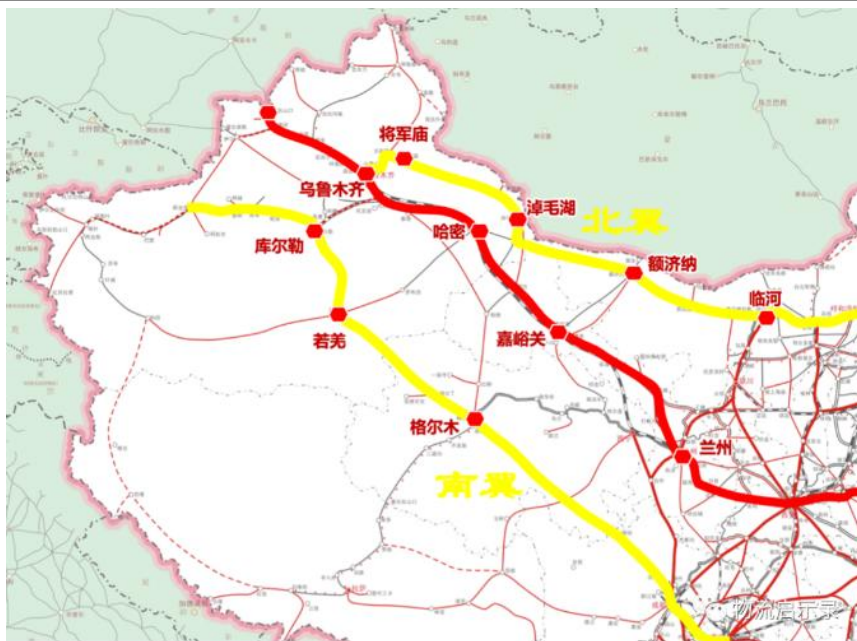
“疆煤外运”已成为新疆煤炭工业发展战略的重要组成部分。作为疆煤外运的主要方式，铁路通道包括中通道、北通道南通道，呈现“一主两翼”格局，现有合计货物运输能力 1.02 亿吨/年（其中煤炭运输能力 4000 万吨/年）。其中，“一主”是中通道，由兰新铁路、陇海铁路、兰渝铁路构成，现有运输能力约 1 亿吨。两翼分别是北通道和南通道：北通道由乌鲁木齐—将军庙铁路、淖毛湖—将军庙铁路（计划 2023 年建成）、临河—哈密铁路构成，现有运输能力 1400 万吨；南通道由南疆铁路、格尔木—库尔勒铁路、青藏线西宁—格尔木段、兰青铁路西宁—兰州段、兰渝铁路以及格尔木至成都铁路（尚未列入“十四五”规划）构成，现有运输能力 1300 万吨。2021 年，疆煤外运量完成 4100 万吨，占全疆煤炭产量的 12%，出疆煤中铁路外运 3687 万吨，占比 90%，其余为公路运输。通过充分挖掘既有线路运输潜力，推进铁路规划项目建设等手段可有效提高疆煤外运能力，提高疆煤辐射范围。

表4：疆煤外运铁路运力梳理

铁路名称	起点及终点	路线全长(km)	货运能力	备注
兰新铁路	甘肃兰州-新疆阿拉山口	2351	1 亿吨左右	十四五期间运煤能力有望达到 5000 万吨以上
临哈铁路	内蒙古临河-新疆哈密	1328	1400 万吨	电气化或者二线扩能改造后运煤能力可至 3000 万吨以上
格库铁路	青海格尔木-新疆库尔勒	1216	2600 万吨	通过技术措施煤运能力可提高至 2000 万吨左右。
将淖线	新疆将军庙-新疆白石湖	431	设计运力 2250 万吨	预计 2023 年年底投入使用
红淖线	新疆白石湖-甘肃红柳河	435	3950 万吨	电气化改造后运力达到 6000 万吨以上

资料来源：李华，《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，煤炭工程，2023，55（03）：188-192，程大龙，《新疆煤炭外运铁路运输增量对策探讨》，铁道货运，2023，41（04）：9-14，广汇物流公告，国信证券经济研究所整理

图22: 新疆铁路外运通道



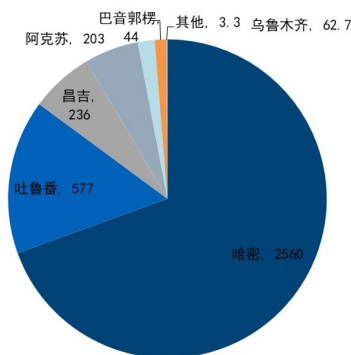
资料来源: 中国能源报, 央视新闻, 国信证券经济研究所整理

图23: 2015-2021 年疆煤外运量



资料来源: 李华,《疆煤外运相关问题分析及对策研究》, 煤炭工程, 2023, 55 (03):188-192., 国信证券经济研究所整理

图24: 2021 年疆煤外运主要来源地 (万吨)



资料来源: 李华,《疆煤外运相关问题分析及对策研究》, 煤炭工程, 2023, 55 (03):188-192., 国信证券经济研究所整理

自建淖柳公路、红淖铁路及相关物流中转基地, 降低运输和仓储成本, 具备较强竞争优势

红淖铁路: 全线长 435.6 公里, 西端在白石湖南站与将淖铁路相接, 东端在甘肃红柳河站与兰新铁路相接实现出疆。期间在镜儿井北站与临哈铁路柔远站交接, 即将实现与临哈铁路贯通, 成为同时连通出疆“主通道”和“北翼通道”的关键线路。红淖铁路当期设计运能为年 3950 万吨, 目前正在进行电气化改造, 改造完成后, 红淖铁路年运能可达到 6000-8000 万吨; 后续再通过复线建设等增产扩能措施, 最终形成 1.5 亿吨年货运能力。为避免同业竞争, 2022 年 7 月公司将持有红淖铁路股权出售给关联公司广汇物流, 但不会影响公司煤炭外运与正常经营。

淖柳公路：公路于 2010 年通车，淖柳矿用公路全长 409 公里，西起广汇新能源公司煤化工基地，途经下马崖、甘肃明水，最后到达终点站兰新铁路柳沟车站。柳沟站是兰新铁路与柳敦（柳沟-敦煌）铁路的交会点，是西煤东运重要的节点。在淖柳公路通车前，哈密煤田煤炭进入河西走廊是通过哈密进入兰新铁路，淖柳公路通车后运距缩短了 240 公里，运输成本大大降低。由于公路运费较铁路运费高，目前公司首选铁路运输煤炭。

表5: 公司煤炭外运方式

名称	路线	建成时间	当前运力(万吨/年)	远期运力
红淖铁路	淖毛湖-红柳河	2020	3950	6000-8000
淖柳公路	淖毛湖-柳沟站	2010	约 2000	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所假设

图25：“将-淖-红”铁路示意图



资料来源：广汇物流公司公告，国信证券经济研究所整理

公司关联公司广汇物流积极利用综合能源物流基地实现业务延伸，与公司实现协同发展。

各基地具体情况如下：

广元综合能源物流基地：2022 年 8 月，广汇物流在广元经济技术开发区空港物流产业园设立广元广汇宏信物流发展有限公司，主要从事铁路专用线及煤炭仓储建设、运营业务，通过“疆煤入川”填补川渝地区煤炭需求缺口。

柳沟综合能源物流基地：2022 年 9 月，广汇物流全资子公司四川汇晟与广汇能源全资子公司瓜州物流签订《资产租赁协议》，租赁瓜州物流柳沟物流园的相关资产并进行运营。2023 年 3 月，公司设立瓜州汇陇物流有限公司，开展铁路运输及煤炭、煤制品、煤化工产品的仓储、装卸、抑尘等服务项目。

宁东综合能源物流基地：2023 年 2 月，广汇物流在宁夏宁东能源化工基地设立广汇宁夏煤炭储配有限责任公司，主要从事铁路运输、煤炭掺配加工等业务，实施“疆煤外运”战略，填补宁夏地区用煤需求缺口。

甘肃明水能源物流基地：2023 年 7 月，广汇物流在甘肃酒泉市肃北蒙古自治县设

立甘肃广汇疆煤物流有限公司，主要从事铁路运输、道路货物运输、煤炭掺配加工、仓储服务等业务，为甘肃酒泉市肃北蒙古自治县马鬃山地区煤炭集散运提提供服务，经临哈铁路辐射至甘肃、宁夏及冀中原等地区，调节季节差异及市场需求。

表6: 广汇集团物流基地汇总

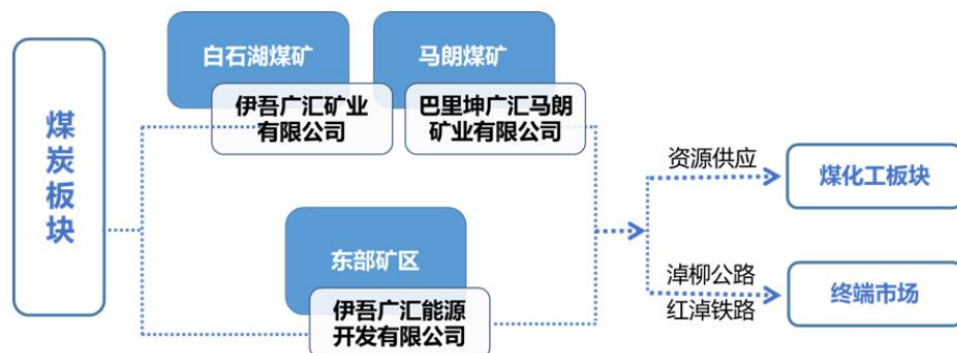
名称	运营主体	建设时间	地点	定位
广元综合能源物流基地	广汇物流	2022年8月	四川广元	从事铁路专用线及煤炭仓储建设、运营业务，通过“疆煤入川”填补川渝地区煤炭需求缺口
柳沟综合能源物流基地	广汇物流	2022年9月	甘肃瓜州	开展铁路运输及煤炭、煤制品、煤化工产品的仓储、装卸、抑尘等服务项目
宁东综合能源物流基地	广汇物流	2023年2月	宁夏宁东	铁路运输、煤炭掺配加工等业务，实施“疆煤外运”战略，填补宁夏地区用煤需求缺口
甘肃明水能源物流基地	广汇物流	2023年7月	甘肃明水	铁路运输、道路货物运输、煤炭掺配加工、仓储服务等业务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司煤炭资源丰富，产能增量巨大

公司煤炭增量空间巨大。公司煤炭资源主要集中在白石湖矿区、马朗矿区和东部矿区，总资源量为 65.96 亿吨，可采储量为 59.49 亿吨，均处于新疆哈密伊吾县淖毛湖周边，主要为露天煤矿，机械化程度高，开采成本较低。目前有白石湖煤矿在产，具备 2000 万吨/年产能；马朗煤矿有望在 2023 年四季度试生产；东部矿区有望在 2025 年释放产量，2025 年底公司煤炭总产能有望达到 7500 万吨。

图26: 公司煤炭板块产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

白石湖煤矿：白石湖矿区资源储量 17.73 亿吨，煤炭热值在 5000-5500 大卡，2022 年底，自治区应急管理厅批复同意白石湖露天煤矿由 1300 万吨/年核增至 1800 万吨/年，当前具备 2000 万吨/年的生产能力，所产煤炭主要用于公司煤化工项目及部分外售动力煤。

马朗矿区：马朗矿区资源储量 18.09 亿吨，煤炭热值在 6200-6500 大卡，为优质无烟煤，主要作为化工原料。马朗一号煤矿规划产能为 1500 万吨/年，远期规划产能目标为 2500 万吨。马朗煤矿目前所有生产准备工作已经完成，取得相应手续后将立即进入试生产状态。

东部矿区：东部矿区资源储量 30.15 亿吨，煤炭热值在 5300-5500 大卡。规划设计产能 2000 万吨，预计 2025 年释放产量。产品计划全部供应哈密北特高压发

电输电园区的电力企业使用。

表7: 公司各煤矿概况

主要矿区	主要矿区	主要煤种	热值 (kcal/kg)	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能目标 (万吨/年)
白石湖矿区	白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	5000-5500	9.69	9.69	3000
	白石湖露天煤矿	长焰煤	5000-5500	8.03	6.68	
东部矿区	东部勘查区	长焰煤-不粘煤	5000-5500	29.53	29.53	2000
	农场煤矿东部勘查区	长焰煤-不粘煤	5000-5500	0.62	0.60	
马朗矿区	马朗露天勘查区	长焰煤	6000	7.21	5.06	2500
	马朗一号井田	长焰煤	6000	10.88	7.92	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在产煤矿区域及成本优势显著。公司在产煤矿地处哈密煤田, 较其他三个煤田距疆外市场更近, 外运竞争力优于其他煤田。且公司煤矿均为露天开发, 开发成本较低。马朗煤矿在建设过程中即有工程煤产出, 覆盖部分建设成本, 且马朗矿区煤炭热值在 6000 大卡以上, 较白石湖矿区煤炭平均热值高近 1000 大卡, 销售价格预期较白石湖矿区煤炭高 20%。

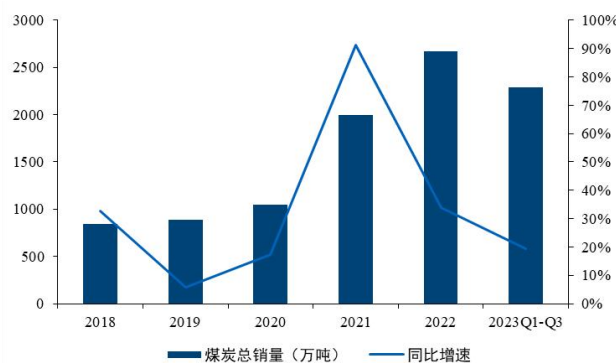
公司煤炭产量持续增长。2022 年原煤产量 2044.64 万吨, 提质煤产量 361.66 万吨, 2023 年前三季度原煤产量 1630.52 万吨, 同比增长 12.9%; 提质煤产量 312.05 万吨, 同比增长 21.19%。随着马朗煤矿的投产, 公司煤炭产量有望继续实现高速增长。

图27: 公司煤炭产量及增速



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

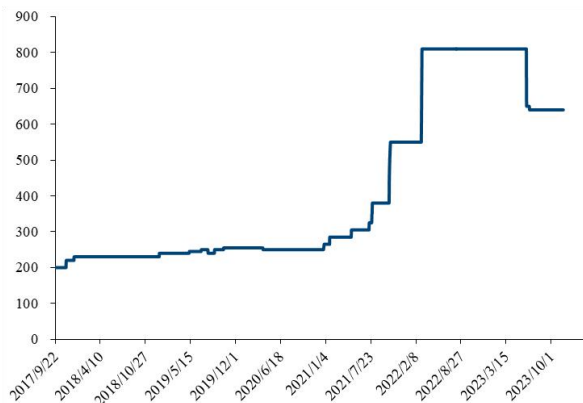
图28: 公司煤炭总销量及增速



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

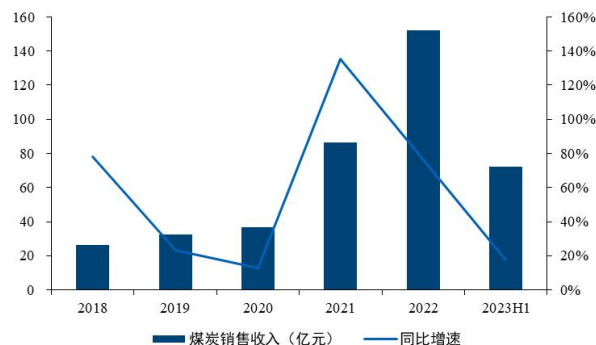
近两年伴随煤炭供给侧改革进一步强化, 落后产能不断退出, 煤炭进口也受到国际局势影响, 煤炭价格进入上升通道。2022 年哈密 6000 大卡动力煤坑口价长期维持在 810 元/吨。俄乌冲突以来, 能源价格持续处于高位, 在油价、气价处于历史高位的当下, 煤炭价格难有大幅下降的基础, 2023 年 11 月 24 日, 哈密 6000 大卡动力煤报价 640 元/吨。2022 年公司煤炭板块销售收入达 152.17 亿元, 2023 年上半年煤炭销售收入为 72.21 亿元, 同比增速达 17.3%。伴随着公司马朗煤矿产能即将释放, 公司煤炭板块业绩有望迎来显著提升。

图29: 新疆哈密 6000K 动力煤价格 (元/吨)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司煤炭板块营收及增速



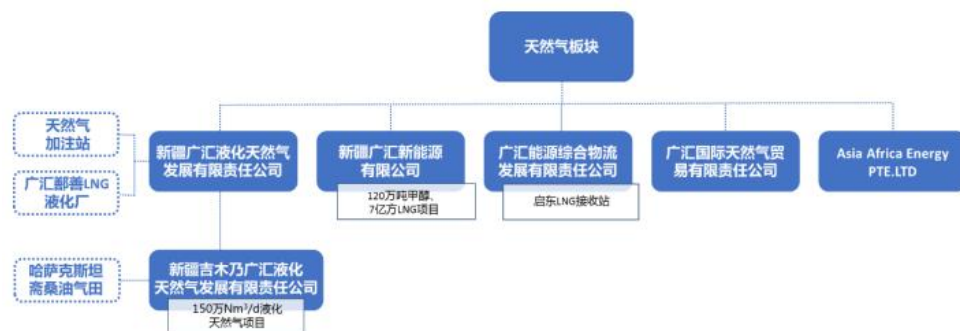
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

天然气: 多种低价气源保证供应, 稀缺接收站资源助力贸易量增长

“自产+贸易”优势明显, 伴随高景气度业绩快速增长

公司天然气板块业务主要包含自产和贸易两部分。自产气主要有两个来源: 一是吉木乃 LNG 工厂通过天然气经深冷处理后生产出 LNG; 二是哈密煤化工项目以煤炭为原料, 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; 贸易主要是依托江苏启东 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。

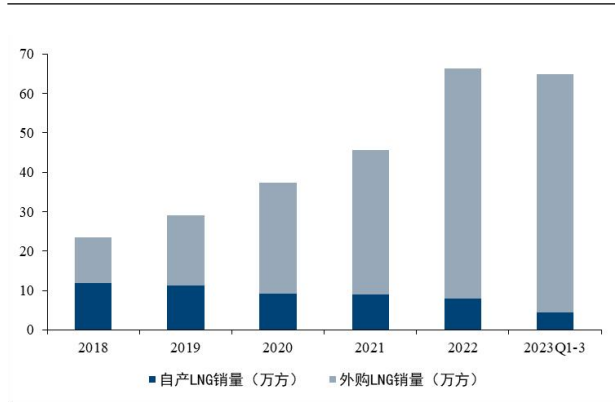
图31: 公司天然气产业链



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

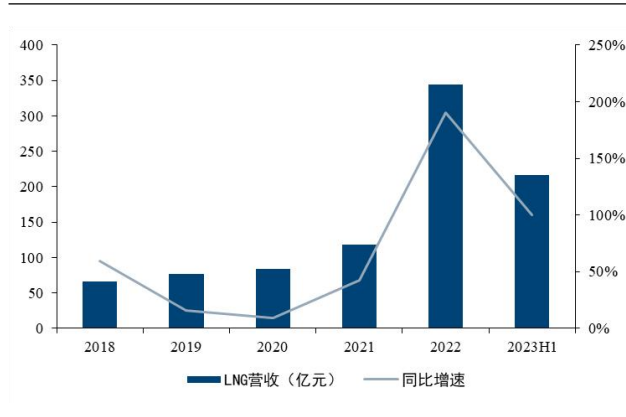
公司煤制 LNG 保持稳定生产, 吉木乃工厂生产 LNG 逐渐停滞。得益于公司 LNG 新建储罐不断建成投产, 公司 LNG 周转能力快速提高, 公司外购 LNG 销量快速增长。2022 年公司天然气销量 66.3 亿 m³, 同比增长 45.2%; 营业收入 344.63 亿元, 同比增加 190.7%, 2023 年前三季度 LNG 销量 64.9 亿 m³, 同比增长 65.62%。

图32: 公司 LNG 销量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司 LNG 销售收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

自产气方面：煤制气项目运行稳定，鄯善项目整装待发

煤制 LNG 项目满产满销，吉木乃、鄯善项目可期。在自有气方面，依托自有加气站及民用管网，公司建立了完善的销售网络，一部分气源通过槽车将 LNG 自工厂运输至各站点，根据不同需求，实现 LNG 加注、CNG 加注以及民用；一部分气源实现市场化销售。

哈密煤制气项目：新能源公司推行内部市场化管理模式，提升精细化管理水平，实行“一炉一策”，制定单炉运行管控方案，严控开车过程，精准判断运行工况，最大限度挖掘装置潜能，2022 年实现 LNG 产量 7.24 亿 m³（合计 51.74 万吨）。

吉木乃工厂：项目天然气源来自公司控制的 TBM 公司拥有的位于哈萨克斯坦的斋桑油气田，天然气通过管道运送至工厂，经加工后生产出 LNG，由于斋桑油田保供当地用气原因，2023 年吉木乃工厂没有 LNG 产出。

鄯善项目：LNG 产能约 5 亿 m³/年，目前处于停产状态。此项目已经纳入乌鲁木齐政府天然气调峰储备项目，装置改造已经完成，待有合适气源后即可投入生产。

图34: 公司自产 LNG 产量



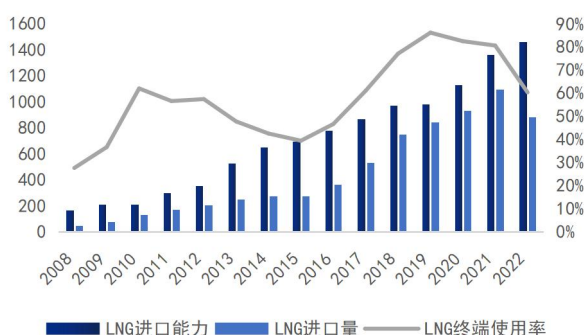
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

外购气方面：储罐周转量大幅提升，长协低价气奠定利润基础

在外购气方面，公司采用“2+3”运营模式。“2”即指两种输气方式，主要包括液进液出与液进气出。其中：液进液出方式主要是通过 LNG 槽车运输，运至包括 LNG 气化站、分布式 LNG 瓶组站以及加注站等终端供应站，满足汽车用气、工业用气和民用气的需求；液进气出方式主要是通过将 LNG 气化还原后进入管道。随着启通天然气管线项目以及公司 LNG 气化装置投入运行，在现有 LNG 液进液出业务量的基础上增加液进气出周转量，实现气化天然气通过管网向各燃气公司、电厂等供气。“3”指三种盈利模式，主要包括境内贸易、接卸服务及国际贸易公司，公司通过精准把握国际与国内市场动态，国际贸易“量、价、利”同增，实现公司利润最大化。

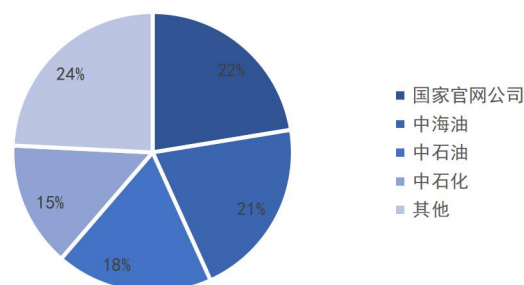
进口 LNG 逐步增长，接收站成为开展 LNG 业务重要基础设置。目前我国天然气消费处在快速发展期，预计 2030 年天然气消费量将达到 6000 亿立方米左右，而我国自产天然气远远不能满足自身消费需求，增加天然气进口量成为必然选择。东南沿海省市，经济较为发达，天然气缺口较大，进口 LNG 成为重要气源。目前国内已建成 LNG 接收站 27 座，总接收能力超过 1.2 亿吨/年，形成环渤海、长三角、东南沿海三大 LNG 接收站群，其中国家油气管网接收能力占比 22%，中海油接收能力占比 21%，中国石油接收能力占比 18%，中石化接收能力占比 15%。随着政策放开，民营企业经核准后可以投资 LNG 接收站，且政策对 LNG 接收站有公平准入的要求，这极大的激活了资本对于 LNG 接收站建设的关注，目前我国仅有广汇能源、九丰能源和新奥股份三家民营企业建设有 LNG 接收站。

图35：中国 LNG 进口能力与进口量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：中国 LNG 进口能力结构



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

表8: 中国已投产 LNG 接收站情况

项目名称	位置	所属公司	产能 (万吨/年)	投产时间
江苏如东	江苏南通		1000	2011
河北曹妃甸	唐山曹妃甸	中石油	1200	2013
深南 LNG	海南海口		27	2014
山东青岛	青岛市黄岛区	中石化	700	2014
天津 LNG	天津滨海新区		1080	2018
广东大鹏	深圳大铲湾		680	2006
福建 LNG	莆田市秀屿港		630	2008
浙江宁波	宁波北仑	中海油	600	2012
珠海金湾	珠海市高栏港		350	2013
盐城滨海	江苏盐城		300	2022
上海 LNG	上海洋山港	中海油、申能	300	2008
上海五号沟	浦东新区曹路	申能	150	2008
广汇启东	江苏南通	广汇能源	500	2017
九丰 LNG	东莞九丰	九丰集团	150	2013
深燃 LNG	深圳大鹏新区	深燃	80	2018
舟山 LNG	浙江舟山	新奥集团	800	2018
广西北海	北海铁山港		600	2016
天津浮式	天津港南疆		600	2013
深圳迭福	大鹏新区		400	2018
广西防城港	防城港东湾	国家管网公司	60	2019
粤东 LNG	广东省揭阳市		200	2018
海南 LNG	海南洋浦		300	2014
大连 LNG	大连市保税区		600	2011
嘉兴 LNG	嘉兴平湖	嘉兴燃气	100	2022
浙能温州 LNG	温州东屿村	浙能	300	2023
广州燃气调峰储备站	广州小虎岛	广州燃气	100	2023
唐山 LNG	唐山曹妃甸	新天绿能	500	2023

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

LNG 接收站属于核心稀缺资源, 目前达多数 LNG 接收站掌握在“三桶油”手中。公司掌握 LNG 贸易的关键设施与紧缺资源, 通过不断新建储罐, 周转能力不断扩张。启东接收一期项目于 2017 年投产运行, 设计周转量为 60 万吨。次年二期项目投产, 设计周转能力达 115 万吨/年。2020 年三期项目投产, 设计周转能力提升至 300 万吨/年。2022 年 10 月, 四期项目开始试运营, 设计周转能力达 500 万吨/年。预计 2025 年完成全部规划项目后, 启东 LNG 接收站将拥有 1000 万吨的 LNG 接收能力。接收站配套泊位 2#泊位正在积极规划建设。LNG 接卸能力未来会有较大提升空间。

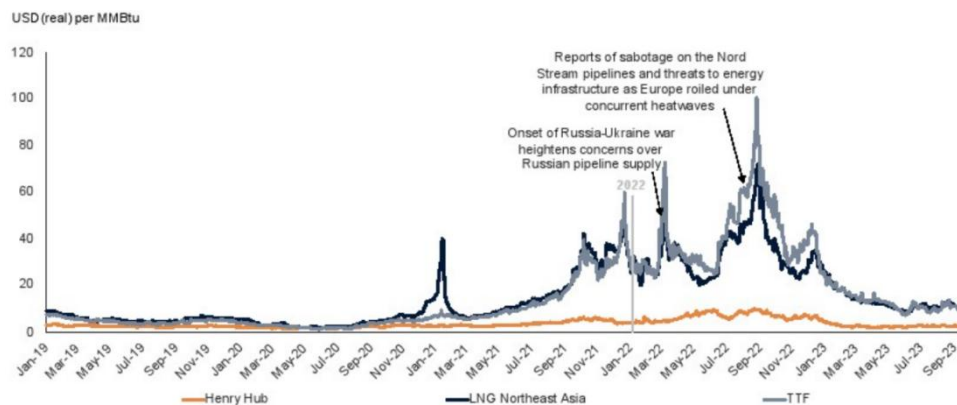
表9: 启东 LNG 接收站产能建设表

项目	投产时间	建设项目	合计设计周转能力
一期	2017 年 6 月	2×5 万 m ³ LNG 储罐	60
二期	2018 年 11 月	16 万 m ³ LNG 储罐	115
三期	2020 年 6 月	16 万 m ³ LNG 储罐	300
四期	2022 年 10 月	20 万 m ³ LNG 储罐	500
五期	预计 2025 年	2×20 万 m ³ LNG 储罐	1000

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所假设

低价长协气成为公司重要赢利点。2019 年公司 与道达尔签署了一项为期 10 年的液化天然气 (LNG) 长期购销协议。根据协议，道达尔每年将向广汇供应 70 万吨液化天然气。目前长协气约占公司 LNG 周转量的 20%。长期 LNG 合同价格与油价相关，亚太地区 LNG 长协价格主要参考日本进口原油价格和印尼出口原油价格。受到原油价格剧烈波动的影响，各国不断完善天然气定价公式，以规避价格风险。当前澳大利亚、日本、欧洲开始使用 S 定价曲线。公式为 $PLNG=AP_{OIL}+B+S$ 。其中， P_{OIL} 为原油价格，A 为相关系数，B 为常数以弥补通胀和运输成本，S 是当油价过低或者过高时的一个曲线公式，当油价过低时，S 为正值，LNG 价格高于 $AP_{OIL}+B$ ，减少卖方的损失；当油价过高时，S 为负值，LNG 价格低于 $AP_{OIL}+B$ ，保护买方的利益。在欧洲能源危机后，由于天然气供应短缺，LNG 长协贸易定价时相关系数 A 有了明显提高，且通胀和运输成本 S 也明显上升，所以目前签订的 LNG 长协合同价格较欧洲能源危机前有了大幅提升。公司低价长协气成为公司重要盈利点。公司其余贸易气为现货或短协，采购成本变化较大。

图37: 国际天然气现货价 (美元/百万英热)



资料来源: Rystad Energy, 国信证券经济研究所整理

2020 年由华电江苏公司、广汇能源、南通国投、天生港发电公司和徐州聪蔚新能源公司共同投建的启通天然气管线项目投入运行，启通天然气管线项目依托广汇启东 LNG 接收站资源，线路全长 160km (主线 95km, 支线 65km)，主线线路总体呈东南走向；设计输量定位 40 亿方/年，适当考虑预留。除接收广汇启东天然气资源并与中石油西气东输管道连通外，还将与江苏省重点推动的沿海管道相连接，届时可通过沿海管道、启通天然气管道向苏南市场供气，并与中石油南通分输站进行互联。

表10: LNG 下游长期客户

合作公司	项目名称	天然气利用规模 (亿 m³/年)
南通天生港发电有限公司	燃机热电联产项目	10.5
中石油西气东输管道公司	天然气代输项目	10
中能建投资有限公司	镇江宏顺煤改气燃机项目	5
华电江苏能源有限公司	通州湾天然气分布式能源项目	5

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所假设

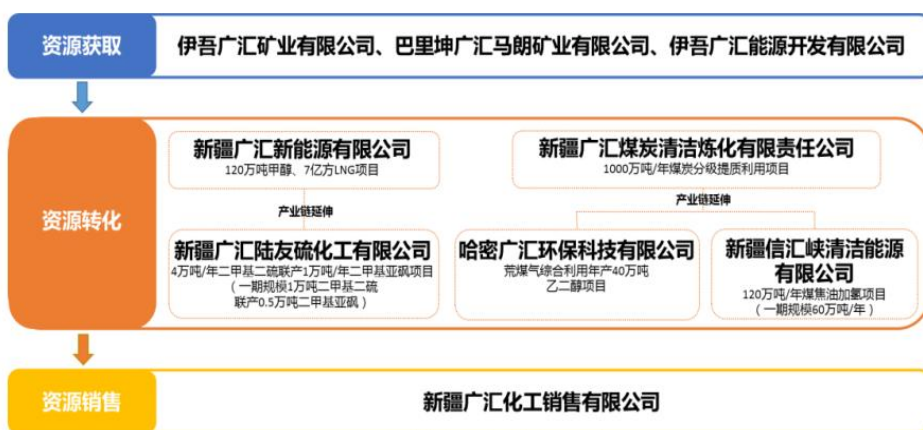
接卸费整体相对稳定，由于接卸业务的成本主要是以折旧和费用等固定成本，因此在接卸量减少的过程中，单吨利润下滑也会比较大，剔除这一因素的影响，公司整体单吨接卸利润基本维持在合理区间。即便未来贸易市场没有盈利空间，公司通过把周转能力开放给其他公司使用，按照当前 300 元/吨左右的单吨利润，公司 LNG 接收站至少也有 30 亿的接卸利润。

煤化工：产业链一体化铸就低成本、高毛利

一体化布局煤化工，产品品种及产量持续增加

公司煤化工板块坚持产业链一体化协同发展，通过丰富煤化工产品，推动价值链不断延伸。目前公司煤化工板块主要以淖毛湖自产煤炭为原料，主要产品为甲醇、提质煤、LNG、煤焦油、乙二醇，并通过不断延伸产业链开始生产 DMSO、DMSO 等精细化工品，增加产品附加值。

图38：公司煤化工板块产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司煤化工板块主要分子公司及生产产品如下：

广汇新能源公司：该项目以淖毛湖自产煤炭为原料，采用鲁奇碎煤加压气化技术和鲁奇低温甲醇洗技术生产甲醇、LNG 和硫化氢，在工艺技术的选择上优于国内同行业水平，是国内最大的以甲醇和 LNG 为主产品的现代化工企业。组合经济效益较高，其中甲醇产能 120 万吨/年，LNG 产能 7 亿 m³/年。2022 年年报显示广汇新能源公司甲醇产量 112.64 万吨，同比下降 3.31%，煤化工副产品 43.79 万吨，同比增加 8.81%。

广汇清洁炼化公司：该项目以淖毛湖自产煤炭为原料，通过干馏生产提质煤和煤焦油，块煤经过干馏生产提质煤和煤焦油，提质煤用于电石、金属硅、铁合金、硅铁、铬铁、硅锰、碳化硅、化肥等产品的生产，煤焦油主要送下游信汇峡公司深加工；副产的荒煤气净化后一部分供炭化炉煤干馏所需热量，剩余部分经脱硫后一路供公司燃气锅炉和下游煤焦油加氢项目荒煤气制氢装置，另一路供下游荒煤气制乙二醇装置。2022 年实现煤基油品产量 62.28 万吨，同比增长 3.95%。

哈密环保：项目主要以广汇清洁炼化公司副产的荒煤气为原料，通过气体净化分离装置提纯获得合格的一氧化碳、氢气，再经草酸酯法生产乙二醇产品。该项目于 2022 年 6 月起正式进入投产转固阶段。2022 年年报显示该项目实现聚酯级乙二醇产量 10.07 万吨。

广汇硫化工：项目采用国内首创的甲硫醇硫化法生产二甲基二硫（DMDS）联产二甲基亚砷（DMSO），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。2022 年年报显示该项目实现二甲基二硫产量 1.14 万吨，同比增长 8.57%。

信汇峡公司：加氢装置以煤焦油及氢气为原料，在加氢精制、裂化及改质反应下，主要生产 1#轻质煤焦油、2#轻质煤焦油等主要产品，兼顾 LPG、沥青、酚油等副产品。

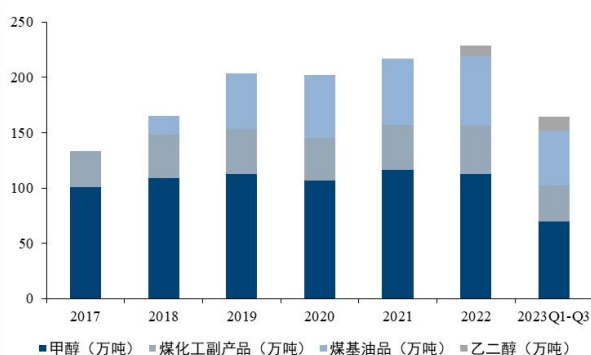
表11: 公司煤化工板块各项目产能与产品

实施主体	权益比例	主要产品	设计产能(万吨)	权益产能(万吨)	2022年产量(万吨)	备注
新疆广汇新能源有限公司	99%	甲醇	120	118.8	112.64	
		煤制 LNG	7 亿 m ³	7 亿 m ³		2013 年投产
		其他副产品			43.79	
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	100%	提质煤	510	510	361.66	2018-2019 年投产
		煤焦油	100	100	62.28	
新疆广汇陆友硫化工有限公司	65%	二甲基二硫	1	0.65	1.14	2020 年投产
		二甲基亚砷	0.5	0.325		
哈密广汇环保科技有限公司	95%	乙二醇	40	38	10.07	2022 年投产
新疆信汇峡清洁能源有限公司	34%	煤焦油加氢	120	40.8		一期 60 万吨 2020 年投产

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

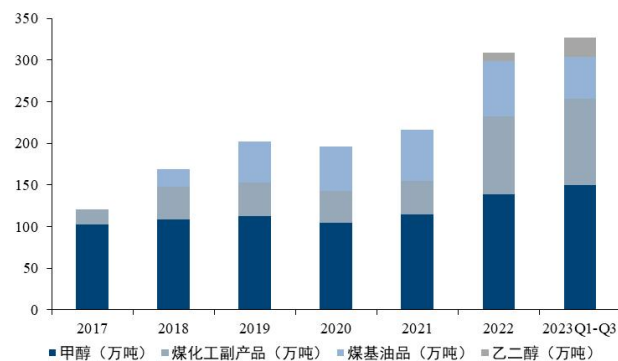
自 2013 年，公司煤化工项目逐渐投产，煤化工产品品种不断丰富，产量稳中有升。同时由于公司积极开拓煤化工产品贸易业务，公司煤化工产品销量较产量增幅更大。未来公司煤化工板块主要增量为清洁炼化项目及下游的煤焦油、乙二醇等产品。

图39: 公司煤化工产品产量



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图40: 公司煤化工产品销量



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司富油煤禀赋优异，清洁炼化项目前景可期

富油煤指焦油产率大于 7% 的煤炭资源，是集煤、油、气属性于一体的煤基油气资源。富油煤经过热解主要产生三种产物：煤焦油、荒煤气与提质煤。在新经济常态下，这三相产品均可作为下游生产链的原材料，也可作为清洁燃料使用。哈密的富油煤的煤焦油产率平均在 10%-15%，最高接近 20%，**是世界上少有的特殊高-富油煤种。**

表12: 煤中焦油含量分级

级别名称	代号	焦油产率 (%)
低油产率煤	Tard-1	≤7
中油产率煤	Tard-2	7-12
高油产率煤	Tard-3	12-15
特高油产率煤	Tard-4	>15

资料来源：《煤中焦油含量分级》（MT/T 1179—2019），国信证券经济研究所假设

公司清洁炼化项目装置为 1000 万吨/年块煤干馏装置，主要对资产白石湖长焰煤进行加工，生产提质煤、副产硫磺，并为下游装置提供粗芳烃和荒煤气。设计年产提质煤 510 万吨（总量），粗芳烃 100 万吨（煤焦油），外供煤气 48.8 亿立方米。公司提质煤热值达 7000 大卡/千克，价格较普通煤碳高 30%-50%，叠加煤焦油收益，较原煤直接销售有显著提升。

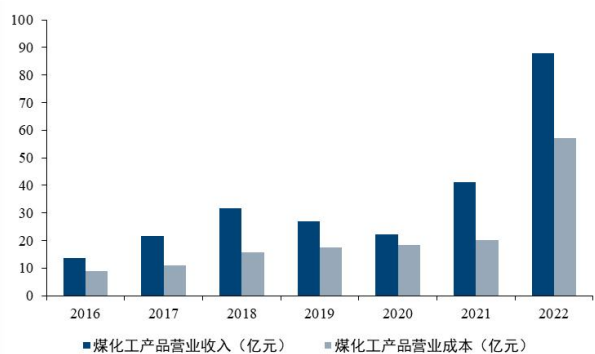
副产的荒煤气净化后一部分供炭化炉煤干馏所需热量，剩余部分经脱硫后一路供公司燃气锅炉和下游煤焦油加氢项目荒煤气制氢装置，另一路供下游荒煤气制乙二醇装置。公司首次将“WHB 合成气制乙二醇技术”应用于荒煤气制乙二醇，年可有效利用荒煤气 30 亿立方米，有效节省标煤 60 万吨。产值达 17 亿元，是同量荒煤气用于发电的 3 倍产值。荒煤气生产出的乙二醇品质可 100% 达到聚酯级，从而实现荒煤气生产乙二醇技术的革命性突破。该项目每年还可直接减排二氧化碳 60 万余吨、二氧化硫 1286 吨，间接减排二氧化碳 173 万余吨，有效推动了“双碳”目标的达成。

2022 年公司提质煤产量 361.66 万吨，煤基油品 62.28 万吨，乙二醇 10.07 万吨。公司荒煤气制备乙二醇项目是全球首套大型荒煤气综合利用项目。随着装置开工率的提升，煤化工板块盈利性有望继续提高。此外公司仍在规划二期工程，包括 2000 万吨/年粉煤干馏装置、12 万标方/小时干馏气制氢装置（含 LNG 装置）、160 万吨/年粗芳烃加氢装置联合装置（含提酚装置）及相关配套工程。整体来看煤化工板块增量明显，前景可期。

煤化工产品价格与油价相关，保持高景气度

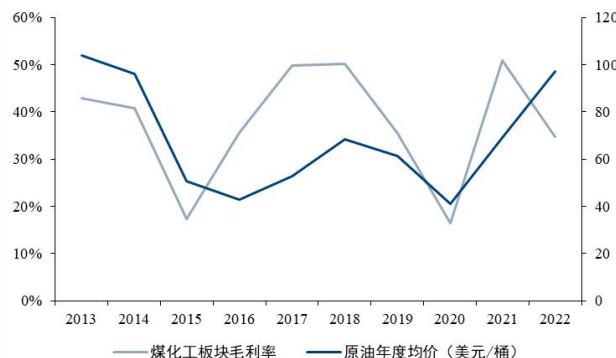
公司煤化工板块采用自产煤，成本低且较为固定，毛利率随国际油价变化而变化。公司煤化工采用白石湖煤矿自产煤炭，含硫、磷等有害元素低，为高热量的富油、高油长焰煤，非常适合作为化工原料，且公司采用先进生产技术，故公司煤化工业务成本较低。煤化工主要产品甲醇、乙二醇等产品属于大宗石化产品，价格与国际油价联动性较强，导致公司煤化工板块毛利率受油价影响较为剧烈。2021 年以来国际油价明显走强，公司煤化工板块盈利性明显增强，2022 年该板块营收达 87.73 亿元，同比增长 113.56%；毛利达 30.48 亿元，同比增长 45.77%。

图41: 公司煤化工板块营业成本与营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

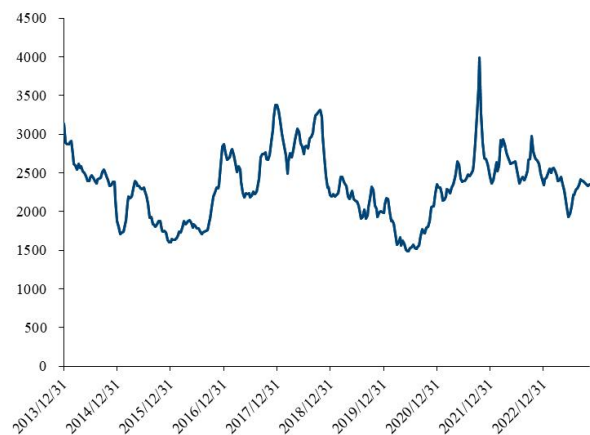
图42: 煤化工板块毛利率与油价走势



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

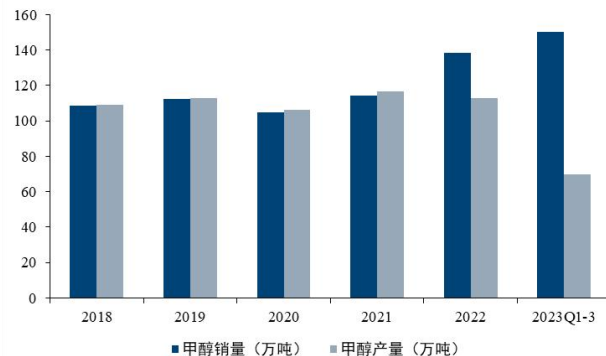
公司煤化工板块甲醇为主要产品之一。甲醇制烯烃消费占比高达 50%以上, 占据绝对主力; 除甲醇制烯烃以外, BDO、碳酸二甲酯等小众下游领域的需求也有不同程度的增长。在生产工艺中, 我国的资源结构决定了煤制甲醇一直占据绝对主力。甲醇作为一种大宗化工品, 其价格与石油等能源价格相关性较高。今年甲醇价格先跌后涨, 截止 2023 年 11 月 10 日中国优等甲醇报价 2348 元/吨, 保持相对高位。公司煤制甲醇装置保持稳定、高效运行, 甲醇产量稳定。

图43: 中国优等甲醇现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

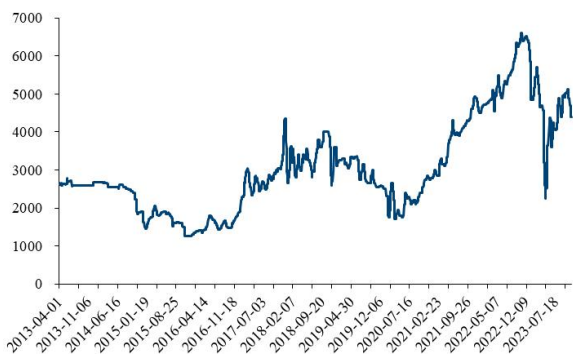
图44: 公司甲醇销量与产量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

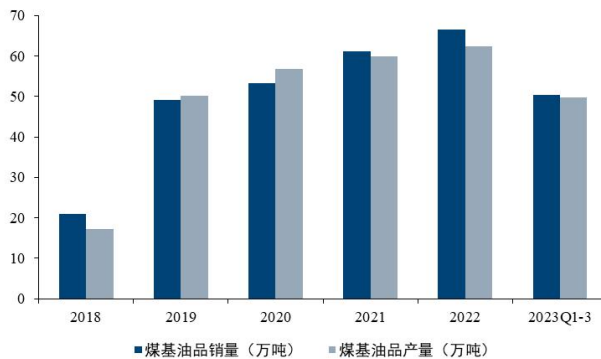
煤焦油是煤干馏过程中得到的一种高芳香度的碳氢化合物的复杂混合物, 中温煤焦油是由煤经中温干馏而得的油状产物, 公司通过将生产提质煤过程中副产的煤焦油加氢生产轻质煤焦油等产品。2023 年煤焦油价格暴跌后快速反弹, 截止 2023 年 11 月 15 日, 煤焦油主流价格为 4400 元/吨, 公司煤基油品利润空间较大。伴随公司煤炭分级提质清洁利用项目负荷率提升, 公司煤基油品产销量也有一定上升空间。

图45: 煤焦油市场主流价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司煤基油品产量与销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

油田生产指日可待，新能源产业转型先锋

斋桑油田已经试生产，贡献利益值日可待

2009年控股子公司广汇石油（99%权益）以4052万美元收购哈萨克斯坦TBM公司49%股权，间接拥有斋桑油气田49%权益。斋桑油气田总面积8326平方公里，距吉木乃口岸80公里，斋桑油气项目区块已发现了5个网闭构造，落实了2个油气区带（Sarvbulak Main区和Sarvbulak East区）主区块二盛系油撤C1+C2储量2.58亿吨、C3储量近4亿吨，主+东区块保罗系C1+C2储量4336万吨，原油储量巨大，未来可望建成年生产能能力300万吨以上的规模级油田。

公司与安徽光大签署合作协议，根据协议约定：1、安徽光大独立操作协议约定的油气项目并承担全部相关成本、费用和损失；2、安徽光大为合同区生产的任何和所有油气应付的收入应按比例在双方之间分配，且该比例将作为各自一方的“经济利益”。自本协议生效日至成本回收日的前一日，TBM：28%，安徽光大：72%；成本回收日起至以后，TBM：40%，安徽光大：60%。在不额外增加公司对外投资的情况下，通过公司具备的资源优势、区位优势与管网优势，与安徽光大专业的勘探钻井队伍、丰富的油气田勘探开发经验及成熟的技术实现合作共赢，降低开采成本。

我们以斋桑油田满产300万吨，每吨原油折合7.33桶，假设实现油价75美元/桶，美元与人民币汇率为1:7进行估算，斋桑油田石油销售收入为： $300 \times 7.33 \times 75 \times 7 = 115.45$ 亿人民币，成本回收日前，公司将获得营收32.33亿元，成本回收日后，公司至少获得46.18亿元；假设公司操作成本为11美元/桶，DD&A为11美元/桶，对应利润分别可达约27.49亿元/41.34亿元。

二氧化碳捕集及驱油项目已顺利生产

公司依托自身企业特点，结合新疆区位优势，设立全资子公司广汇碳科技公司，在哈密淖毛湖地区整体规划建设300万吨/年二氧化碳捕集、管输及驱油一体化项目，分期建设，其中：首期建设10万吨/年二氧化碳捕集与利用示范项目。2022年土建工作进入扫尾阶段，主要动静设备已全部就位，正在进行管道安装，整体完成80%。2023年3月25日顺利顺利产出合格液态二氧化碳产品，进入试运行阶

段。

公司源汇匹配条件好，具备实施大型 CCUS-EOR 项目得天独厚的条件：首先公司淖毛湖煤化工装置副产大量高浓度的二氧化碳，捕集成本低；其次公司周边油田用二氧化碳驱油可明显提高石油采收率，且距离公司碳源点直线距离仅约 70 公里。

氢能项目稳妥推进

公司遵循从试点示范到规模推广再到大规模商用的规律，按照“一年起步、三年打基础、五年初具规模”的发展思路，推动氢能产业落地发展，在 2022 年—2023 年期间为氢能产业作试点示范、布局，搭建新能源发电+电解水制氢+储氢+加氢站+氢能燃料重卡应用示范工程，且同步开展绿氢成本控制及氢能交通应用的示范研究。未来，将根据氢能规划及市场发展需求在淖毛湖地区逐步开展氢能交通运输领域大规模替代，通过交通运输场景应用实现氢能产业的综合利用。

公司氢源资源丰富，成本优势明显：公司所属的哈密淖毛湖地区风光热资源丰富，利用风光热发电并制绿氢区域优势明显，同时公司煤化工项目副产的荒煤气中有较高含量的氢，工业制氢成本优势显著。同时公司应用场景优势：围绕公司在哈密淖毛湖地区的矿山开发、煤炭及煤化工产品中短途运输涉及大量的矿卡、重卡，交通运输应用场景广阔。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

煤炭板块：得益于保供政策下疆煤开发及疆煤外运提速，公司白石湖煤矿产能不断核增，产量持续维持高位；若公司马朗煤矿开发进度如期推进，2023 年年底有望实现批量销售；东部矿区正在加紧建设，2025 年有望贡献产量；综上公司煤炭产量预计持续快速增长，我们预计，2023-2025 年煤炭销量（含提质煤）有望达到 3000 万吨/4500 万吨/6200 万吨。国内煤炭供需维持紧平衡局面，2023-2025 年煤炭价格有望高位小幅回调。

天然气板块：公司自产气方面无新增产能投产，预计 2023-2035 年自产 LNG 产销量维持在 7 亿立方米/年；得益于公司 LNG 新建储罐接连投入使用，接收能力不断提升，2022 年 LNG 周转能力达到 500 万吨/年，2025 年有望提升至 1000 万吨/年，2023-2025 年贸易气量有望大幅增加，LNG 贸易利润增长空间较大。2023 年 LNG 价格高位回落，LNG 贸易价差有所收窄，但预计未来 LNG 价格仍维持高位震荡，2024-2025 年 LNG 贸易价差有望走扩。

煤化工板块：2023 年前三季度，国内甲醇、煤焦油市场受原料端价格波动及下游需求支撑有限等因素影响，价格整体呈现跌后反弹态势。公司煤化工主要产品为甲醇、煤焦油、乙二醇等，价格随国际油价变动而变动，预计未来国际油价保持在 80-90 美元/桶，产品价格将维持现有水平。销量方面，甲醇销量显著提升，其他产品保持稳定，预计全年煤化工产品销量提升。公司煤化工板块 2023-2025 年营收预计为 83/86/87 亿元。

表13: 广汇能源业务拆分 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭业务					
收入 (亿元)	86.39	152.18	160.56	298.99	349.38
增速	135.52%	76.15%	5.51%	86.22%	16.85%
毛利 (亿元)	36.49	67.27	55.68	101.73	129.65
增速	345.00%	84.35%	-17.23%	82.71%	27.44%
毛利率	42.24%	44.20%	34.68%	38.24%	37.11%
天然气业务					
收入 (亿元)	118.57	344.63	382.58	422.17	465.5
增速	42.14%	190.66%	11.01%	10.35%	10.26%
毛利 (亿元)	37.34	71.92	33.31	41.53	41.74
增速	33.45%	92.61%	-53.68%	24.68%	0.51%
毛利率	31.49%	20.87%	8.71%	9.84%	8.97%
煤化工业务					
收入 (亿元)	41.08	87.73	82.98	86.09	87.09
增速	85.71%	113.56%	-5.41%	3.75%	1.16%
毛利 (亿元)	20.91	30.47	31.7	32.93	33.93
增速	471.31%	45.72%	4.04%	3.88%	3.04%
毛利率	50.90%	34.73%	38.20%	38.25%	38.96%
其他业务					
收入 (亿元)	2.62	9.55	9.32	9.2	9.23
增速	-71.24%	264.50%	-2.41%	-1.29%	0.33%
毛利 (亿元)	0.77	0.44	0.47	0.46	0.46
增速	-72.40%	-42.86%	6.82%	-2.13%	0.00%
毛利率	29.39%	4.61%	5.00%	5.00%	5.00%
合计					
总营收 (亿元)	248.66	594.09	635.44	816.45	911.20
增速	64.32%	138.92%	6.96%	28.49%	11.61%
毛利 (亿元)	87.25	183.76	121.16	176.66	205.78
增速	104.67%	110.61%	-34.07%	45.81%	16.49%
毛利率	35.09%	30.93%	19.07%	21.64%	22.58%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收635/816/911亿元, 同比+7.0%/28.5%/11.6%, 毛利率19.1%/21.6%/22.6%, 毛利121.2/176.7/205.8亿元, 同比-34.1%/45.8%/16.5%。

未来3年业绩预测

表14: 未来3年盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	59409	63543	81644	91120
营业成本	42398	51428	63979	70542
销售费用	317	635	816	911
管理费用	642	1163	1388	1518
研发费用	397	667	816	911
财务费用	1005	993	907	746
营业利润	13737	7732	12587	15202
利润总额	13731	7732	12587	15202
归属于母公司净利润	11338	6055	9859	11906
EPS	1.73	0.92	1.50	1.81
ROE	39.3%	18.3%	24.6%	24.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 23-25 年收入分别为 635.43/816.44/911.20 亿元；
 归属母公司净利润 60.55/98.5/119.06 亿元；EPS 分别为 0.92/1.50/1.81 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表15：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	24,865	59,409	63,750	82,818	92,910
(+/-%)	64.3%	138.9%	7.3%	29.9%	12.2%
净利润(百万元)	5003	11338	8349	12922	15418
(+/-%)	274.4%	126.6%	-26.4%	54.8%	19.3%
摊薄 EPS	0.76	1.73	1.27	1.97	2.35
中性预测					
营业收入(百万元)	24,865	59,409	63,543	81,644	91,120
(+/-%)	64.3%	138.9%	7.0%	28.5%	11.6%
净利润(百万元)	5003	11338	6055	9859	11906
(+/-%)	274.4%	126.6%	-46.6%	62.8%	20.8%
摊薄 EPS(元)	0.76	1.73	0.92	1.50	1.81
悲观的预测					
营业收入(百万元)	24,865	59,409	63,337	80,476	89,350
(+/-%)	64.3%	138.9%	6.6%	27.1%	11.0%
净利润(百万元)	5003	11338	3839	6956	8607
(+/-%)	274.4%	126.6%	-66.1%	81.2%	23.7%
摊薄 EPS	0.76	1.73	0.58	1.06	1.31
总股本(百万股)	6566	6566	6566	6566	6566

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：6.95-8.64 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	7.78%	64.30%	138.93%	6.96%	28.49%	11.61%	8.00%	8.00%
营业成本/营业收入	71.83%	61.59%	71.37%	80.93%	78.36%	77.42%	77.00%	76.00%
管理费用/营业收入	3.04%	1.81%	1.00%	1.42%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
研发费用/营业收入	1.11%	1.38%	0.67%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	1.91%	1.25%	0.53%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
营业税及附加/营业收入	1.47%	2.26%	1.31%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税税率	29.64%	19.03%	18.75%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股利分配比率	82.23%	27.11%	32.19%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.07	T	23.00%
无风险利率	2.90%	Ka	9.86%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.40
公司股价 (元)	7.26	Ke	12.02%
发行在外股数 (百万)	6566	E/(D+E)	71.25%
股票市值 (E, 百万元)	47667	D/(D+E)	28.75%
债务总额 (D, 百万元)	19235	WACC	10.11%
Kd	7.00%	永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 6.93-8.63 元。从估值方法特征来看，以 DDM 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、分红较为稳定的公司，因为周期股盈利波动较大，因此在周期股预测中存在失真现象。

表18: 广汇能源 DDM 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
每股红利	0.28	0.45	0.54	0.61	0.70	0.80	0.91	1.02	1.14	1.31	11.97
PV (红利)	0.25	0.36	0.39	0.39	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	3.85
每股价值	7.68										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		11.0%	11.5%	12.02%	12.5%	13.0%
永续 增长 率变 化	2.5%	9.57	8.93	8.36	7.85	7.39
	2.0%	9.23	8.64	8.11	7.63	7.20
	1.5%	8.94	8.38	7.89	7.44	7.03
	1.0%	8.67	8.15	7.68	7.26	6.87
	0.5%	8.43	7.94	7.50	7.10	6.73
	0.0%	8.21	7.75	7.33	6.95	6.59
	-0.5%	8.01	7.57	7.17	6.81	6.47

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 8.28-9.20 元

目前从事煤炭业务的企业有: 中国神华、陕西煤业、晋控煤业等公司为可比公司; 从事天然气业务的企业有: 新奥股份、九丰能源等; 从事煤化工的企业有宝丰能源、华鲁恒升、鲁西化工等。行业平均 PE 在 8.9-16.2 倍之间, 根据公司产能规划, 预计未来 2 年公司盈利年复合增长 40%, 考虑到公司成长性, 更优成本、资源优势, 给予 2023 年 PE9-10 倍, 对应股价区间 8.28-9.20 元。

表20: 相对估值表

公司类别	公司名称	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
煤炭	中国神华	3.18	3.26	3.30	9.89	9.66	9.54
	陕西煤业	2.45	2.64	2.73	7.96	7.39	7.14
	平均				8.93	8.53	8.34
天然气	新奥股份	2.15	2.44	2.80	7.45	6.57	5.73
	九丰能源	2.14	2.62	3.10	14.38	11.77	9.95
	平均				10.92	9.17	7.84
煤化工	宝丰能源	0.81	1.23	1.89	18.03	11.95	7.75
	华鲁恒升	2.08	2.88	3.45	14.38	10.37	8.66
	平均				16.21	11.16	8.21
广汇能源		1.12	1.47	1.85	6.49	4.93	3.92

资料来源: 各公司均采用 Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 8.28-9.20 元之间, 今年动态市盈率 9-10 倍, 相对于公司目前股价有 25% 溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性, 维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 8.28-9.20 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、公司普通权益资本成本（ K_e ）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

公司普通权益资本成本（ K_e ）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 K_e 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 K_e 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

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

盈利预测的风险

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

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

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

经营风险

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

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

财务风险

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

政策风险

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4717	5264	7129	15387	25431	营业收入	24865	59409	63543	81644	91120
应收款项	4751	6142	6964	6710	4993	营业成本	15315	42398	51428	63979	70542
存货净额	1851	1560	5434	6806	7517	营业税金及附加	562	779	953	1225	1367
其他流动资产	988	2082	1906	2449	2734	销售费用	312	317	635	816	911
流动资产合计	12399	16259	22645	32563	41885	管理费用	508	642	1163	1388	1518
固定资产	35912	29736	29422	29161	28770	研发费用	344	397	667	816	911
无形资产及其他	6496	6524	6763	7002	7241	财务费用	1412	1005	993	907	746
投资性房地产	3761	7604	7604	7604	7604	投资收益	(55)	272	279	436	355
长期股权投资	1141	1452	1753	2053	2353	资产减值及公允价值变动	(263)	(456)	(251)	(362)	(278)
资产总计	59709	61575	68186	78384	87854	其他收入	(340)	(348)	(667)	(816)	(911)
短期借款及交易性金融负债	14150	11953	12000	11800	11200	营业利润	6098	13737	7732	12587	15202
应付款项	7982	4417	4076	5104	5638	营业外净收支	(114)	(6)	0	0	0
其他流动负债	5110	7258	10225	12809	14152	利润总额	5984	13731	7732	12587	15202
流动负债合计	27242	23627	26301	29713	30990	所得税费用	1139	2574	1778	2895	3496
长期借款及应付债券	9799	7465	7235	7235	7235	少数股东损益	(158)	(181)	(102)	(166)	(201)
其他长期负债	1888	1872	1872	1872	1872	归属于母公司净利润	5003	11338	6055	9859	11906
长期负债合计	11687	9337	9107	9107	9107	现金流量表（百万元）					
负债合计	38929	32965	35408	38821	40097	净利润	5003	11338	6055	9859	11906
少数股东权益	(152)	(258)	(330)	(446)	(586)	资产减值准备	214	(206)	271	(2)	(4)
股东权益	20932	28869	33108	40009	48343	折旧摊销	1764	1740	3053	3362	3577
负债和股东权益总计	59709	61575	68186	78384	87854	公允价值变动损失	263	456	251	362	278
关键财务与估值指标						财务费用	1412	1005	993	907	746
每股收益	0.76	1.73	0.92	1.50	1.81	营运资本变动	1832	(7676)	(1622)	1949	2595
每股红利	0.21	0.56	0.28	0.45	0.54	其它	(329)	83	(343)	(114)	(137)
每股净资产	3.19	4.40	5.04	6.09	7.36	经营活动现金流	8747	5734	7666	15415	18216
ROIC	12.75%	25.46%	14%	22%	28%	资本开支	0	5146	(3500)	(3700)	(3700)
ROE	23.90%	39.27%	18%	25%	25%	其它投资现金流	364	(1120)	0	0	0
毛利率	38%	29%	19%	22%	23%	投资活动现金流	353	3715	(3801)	(4000)	(4000)
EBIT Margin	31%	25%	14%	16%	17%	权益性融资	(19)	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	28%	18%	21%	21%	负债净变化	(1205)	(2333)	(230)	0	0
收入增长	64%	139%	7%	28%	12%	支付股利、利息	(1356)	(3650)	(1817)	(2958)	(3572)
净利润增长率	274%	127%	-47%	63%	21%	其它融资现金流	(3186)	3064	47	(200)	(600)
资产负债率	65%	53%	51%	49%	45%	融资活动现金流	(8329)	(8903)	(2000)	(3158)	(4172)
股息率	2.8%	7.7%	3.8%	6.2%	7.5%	现金净变动	771	547	1865	8257	10044
P/E	9.5	4.2	7.9	4.8	4.0	货币资金的期初余额	3946	4717	5264	7129	15387
P/B	2.3	1.7	1.4	1.2	1.0	货币资金的期末余额	4717	5264	7129	15387	25431
EV/EBITDA	9.0	4.9	7.1	5.2	4.5	企业自由现金流	0	11297	4628	11945	14692
						权益自由现金流	0	12027	3680	11046	13518

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032