



Research and
Development Center

疆煤外运大发展，核心资产大空间

—广汇物流(600603)公司深度报告

2023年12月20日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

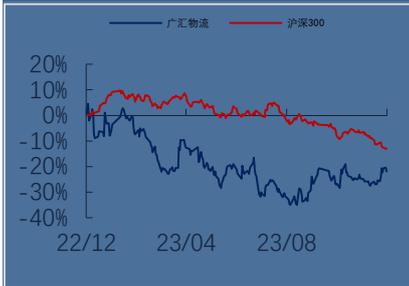
公司研究

公司深度报告

广汇物流(600603)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.01
52周内股价波动区间(元)	9.39-5.84
最近一月涨跌幅(%)	3.85
总股本(亿股)	12.31
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	86.26

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

疆煤外运大发展, 核心资产大空间

2023年12月20日

本期内容提要:

◆战略转型能源物流, 成为疆煤外运龙头

广汇物流的前身新疆亚中物流成立于2000年, 我们梳理公司上市以来主要经历了借壳上市之初发展传统商贸物流期、阶段性植入房地产期、战略转型期的三大发展阶段。2020年以来, 公司借力大股东广汇集团旗下能源平台的产业协同优势, 逐步转型能源物流服务商, 进入疆煤外运领域, 利用将淖红铁路的区位优势对外运输疆煤的同时, 注重在对疆煤需求较大的区域布局终端物流基地, 有望通过“线+点”结合实现对“面”的覆盖, 提升能源物流业务的持续性与稳健性。

◆能源物流货量高增有驱动

1) 宏观层面看, 疆煤保供增产外运是大势所趋。我国煤炭供给依然偏紧, 中长期供需差仍存, 未来从区域结构上增量产能将逐步西移至新疆地区。而从配套的物流端, 重要铁路线扩容改造推进叠加国铁集团车皮供给或有边际改善, 有望切实保障疆煤外运通道及运输能力。展望未来, 疆煤的重点终端消费地甘肃、宁夏、四川、重庆等地供需缺口或将延续扩大趋势, 疆煤需求也有望维持坚挺。

2) 微观层面看, 公司铁路业务量及能源基地业务量各有增长驱动。红淖铁路货量增长来自于始发量及过货量增长共同驱动, 兄弟公司广汇能源在淖毛湖矿区新矿投产及产能爬坡有望带来始发增量, 此外西延线将淖铁路周边货源充足, 通车后有望为红淖铁路带来过货增量。能源基地周转量增长来自于周边区域疆煤消费需求增长驱动, 公司当前已确定选址的四大能源物流基地位于疆煤终端重点消费区域(甘肃、宁夏、四川), 未来经营货量的增长有望充分受益于区域煤炭供需缺口背景下投运后产能利用率的提升。

◆从绝对及相对竞争力看疆煤外运或具备安全边际, 此外关注红淖铁路提价空间

从绝对及相对竞争力看, 疆煤外运或具备安全边际。一方面, 从绝对竞争力看, 与目的省坑口价格相比, 当秦港(5500k)价格不低于650元/吨时, 疆煤具备外运条件; 另一方面, 从相对竞争力看, 与外运省坑口价+运费相比, 吐哈矿区的煤炭在川渝、甘肃兰州等区域较有相对竞争力。目前秦港(5500k)价格位于900元/吨以上, 在安全强监管导致产地煤炭供给收缩背景下, 叠加煤炭非电需求环比改善, 煤价下行空间有限, 煤炭市场整体仍有望偏强运行, 总体能源大通胀背景下未来3-5年煤炭供需偏紧的格局较难改变, 煤价有支撑的背景下, 疆煤外运或具备安全边际。

此外, 关注红淖铁路费率提升空间。红淖铁路在不超过0.40元/吨公里范围内可自主定价; 另外, 从北疆煤炭外运的流向线路看, 既有的乌将-兰新线全长1081公里, 其中乌将线全长257公里, 兰新线(乌北站-红柳河站)长824公里; 将淖铁路通车后形成的将-淖-红铁路为新一代准东及吐哈矿区煤炭出疆线路, 全长仅867.3公里, 较既有的乌将-兰新线节约213.7公里铁路运输里程, 从运距角度看单吨公里收费或也具备一定提升能力。

◆盈利预测及估值

不考虑未落地定增事项影响, 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别6.65亿元、13.09亿元、20.05亿元, 对应PE分别13倍、7倍、4倍。考

考虑到公司未来价值的重估主要由能源物流业务发展驱动,但与此同时体内的传统商贸物流、商品房资产也具有存量价值,我们测算分部估值下公司 2024 年目标市值 193 亿元。我们认为公司作为疆煤外运铁路龙头,值得重点关注疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间兑现,首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示: 煤价超预期下跌; 疆煤增产不及预期; 红淖线经营情况不及预期; 能源物流基地经营情况不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,321	5,019	4,226	6,905	7,477
增长率 YoY %	-1.7%	16.1%	-15.8%	63.4%	8.3%
归属母公司净利润(百万元)	618	542	665	1,309	2,005
增长率 YoY%	-25.0%	-12.4%	22.7%	96.9%	53.2%
毛利率%	42.2%	29.5%	35.7%	39.2%	48.3%
净资产收益率ROE%	6.9%	9.6%	10.7%	17.4%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.44	0.54	1.06	1.63
市盈率 P/E(倍)	13.95	15.93	12.98	6.59	4.30
市净率 P/B(倍)	0.96	1.52	1.39	1.15	0.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、战略转型能源物流，成为疆煤外运龙头	6
1.1 重组上市后历经三大发展阶段，实现战略转型	6
1.2 原有商贸物流、商品房销售等主业，通过“铁路+基地”进军能源物流	7
1.3 过去业绩承压主因物业租赁及商品房销售，后续利润有望回升	10
二、能源物流货量高增有驱动	12
2.1 宏观层面看，疆煤增产保供外运是大势所趋	12
2.1.1 我国煤炭中长期仍有供需差	12
2.1.2 煤炭新增产能有望进一步向新疆地区转移	14
2.1.3 重要铁路线扩容改造推进叠加车皮供给边际改善，有望切实保障疆煤外运	17
2.1.4 疆煤重点终端消费地需求坚挺	19
2.2 微观层面看，铁路货量及能源基地周转量各有增长驱动	20
2.2.1 红淖铁路货量增长来自于始发量及过货量增长共同驱动	20
2.2.2 能源基地周转量增长来自于周边区域疆煤消费需求增长驱动	22
三、从绝对及相对竞争力看疆煤外运或具备安全边际，此外关注红淖铁路提价空间	28
四、盈利预测及估值	31
4.1 预计公司 2024 归母净利润 13 亿元	31
4.2 分部估值给予 2024 年目标市值 193 亿元，首次覆盖“买入”评级	32
4.3 风险提示	32

表 目 录

表 1：广汇物流四大综合能源物流基地规划梳理	10
表 2：“十四五”期间新疆新增煤炭年产能规划	16
表 3：北疆煤炭外运重要铁路线情况梳理	18
表 4：广汇能源主要矿区及产能情况梳理	21
表 5：广汇物流通过走访调研将淖铁路沿线企业对外部运量需求调查梳理情况（万吨）	22
表 6：公司宁东项目已签订意向订单情况	25
表 7：公司广汇项目已签订意向订单情况	27
表 8：疆煤外运绝对竞争力分析	28
表 9：疆煤外运相对竞争力分析	29
表 10：红淖铁路周边铁路收费执行情况梳理	30
表 11：收入预测表（金额单位：亿元）	31
表 12：简易利润表（金额单位：亿元）	32

图 目 录

图 1：广汇物流发展历程	6
图 2：广汇物流股权结构（截止 2023 年三季报）	7
图 3：广汇物流营收结构（单位：亿元）	8
图 4：广汇物流毛利结构（单位：亿元）	8
图 5：公司能源物流业务布局情况	8
图 6：公司能源物流产业布局示意图	8
图 7：广汇物流布局上游疆煤外运黄金通道将淖红铁路	9
图 8：广汇物流 23 年前三季度归母净利润回升	11
图 9：广汇物流 23 年前三季度归母净利率回升	11
图 10：我国煤炭采洗业单季度产能利用率高位维稳（%）	12
图 11：我国煤炭采洗业季度累计产能利用率高位维稳（%）	12
图 12：22 年我国煤矿事故数量增长明显	12
图 13：22 年我国煤矿事故死亡人数增长明显	12
图 14：13 年以来我国原煤开采新增产能高位回落	13
图 15：2018-2022 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降 3.0%	13
图 16：我国 23 年前 10 月进口煤数量同比增长 96.8%	13
图 17：碳达峰前后我国煤炭存在 8 亿~10 亿 t 的缺口	14
图 18：新疆煤炭储量排名全国第三	14
图 19：新疆煤炭主要聚集在 3 大盆地的 5 大煤田中	14
图 20：新疆煤炭具备高热值特点	15
图 21：新疆原煤产量 18-22 年复合增长 18.0%	15
图 22：新疆原煤产量占全国比重显著提升（月度累计）	15
图 23：疆煤铁路外运 17-22 年复合增长 40.9%	17

图 24: 榆林和哈密 Q6000 动力煤价差自 21 年起走扩 (元)	17
图 25: 全国铁路机车拥有量稳步增长	19
图 26: 全国铁路货车拥有量稳步增长	19
图 27: 2021 年铁路出疆煤炭运输量流向结构	19
图 28: 甘肃和宁夏原煤缺口逐步扩大 (亿吨)	20
图 29: 四川和重庆原煤缺口逐步扩大 (亿吨)	20
图 30: 将淖铁路周边矿区情况	21
图 31: 公司四大能源物流基地项目选址示意图	23
图 32: 公司宁东项目煤炭流向示意图	24
图 33: 公司宁东项目潜在用户预计煤炭用量情况	24
图 34: 公司广元项目煤炭流向示意图	26
图 35: 公司广元项目区域范围内具有竞争关系仓储基地重点情况比较	26
图 36: 秦皇岛港动力煤 5500(A18%,0.7%S,Q5500)平仓价中枢维持高位 (元/吨)	29

投资聚焦

广汇物流为疆煤外运核心标的，依托铁路运输及能源物流基地两大业务发展能源物流战略，后续有望贡献显著利润增量。从边际变化的角度，公司 22 年四季度通过并表红淖铁路及经营甘肃柳沟煤炭物流基地正式切入能源物流领域，业务量爬坡及未来新项目投产有望驱动业绩持续高成长性。建议关注疆煤外运大趋势下公司价值空间兑现。

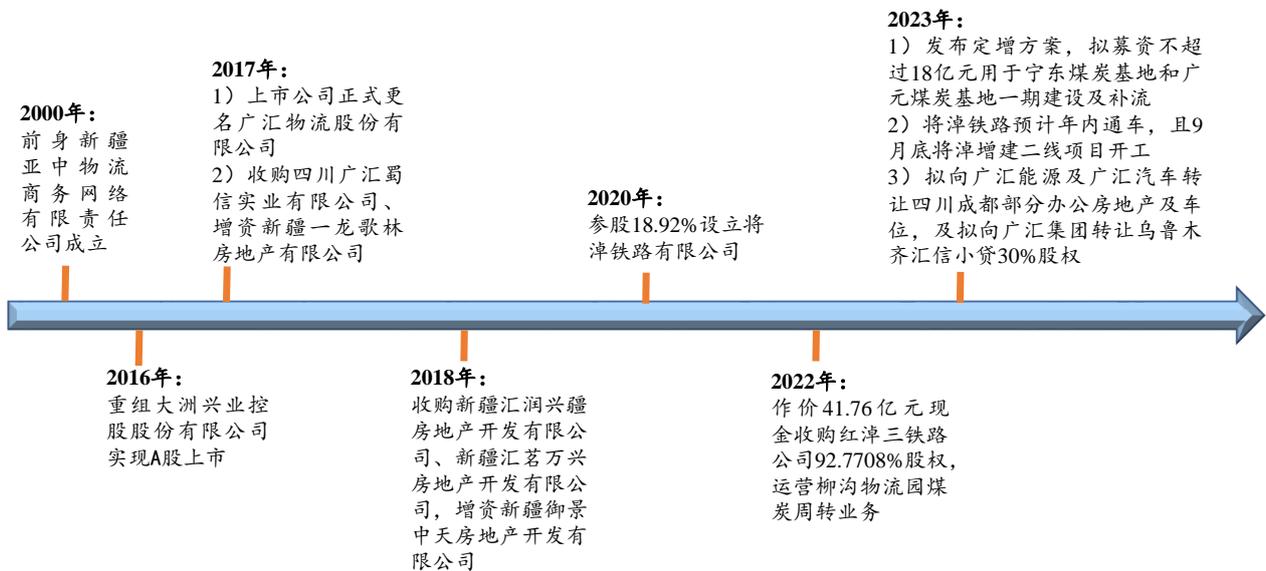
一、战略转型能源物流，成为疆煤外运龙头

1.1 重组上市后历经三大发展阶段，实现战略转型

战略稳步转型，聚焦新疆能源物流。公司前身新疆亚中物流成立于 2000 年，我们梳理公司上市以来主要经历了三大发展阶段：

- 1) 2016-2017 年：借壳上市之初发展传统商贸物流期。**公司于 2016 年通过借壳大洲兴业（原主营有色金属采选及影视等）登陆 A 股，2017 年正式更名广汇物流股份有限公司，此阶段公司发力综合物流业务，并表乌鲁木齐美居物流园及投建乌鲁木齐北站综合物流基地项目。
- 2) 2017-2019 年：阶段性植入房地产期。**公司 2017-2018 年陆续收购房地产公司股权，阶段性植入房地产业务。
- 3) 2019 年至今：战略转型期。**公司于 2019 年承诺未来不再新增商品房开发项目，于 2020 年参股 18.92%建设将淖铁路，于 2022 年收购红淖铁路 92.7708%控股权且开始经营柳沟物流园区煤炭周转业务，2023 年拟定增募资建设宁东及广元煤炭基地，顺应疆煤外运大势切入能源物流业务。

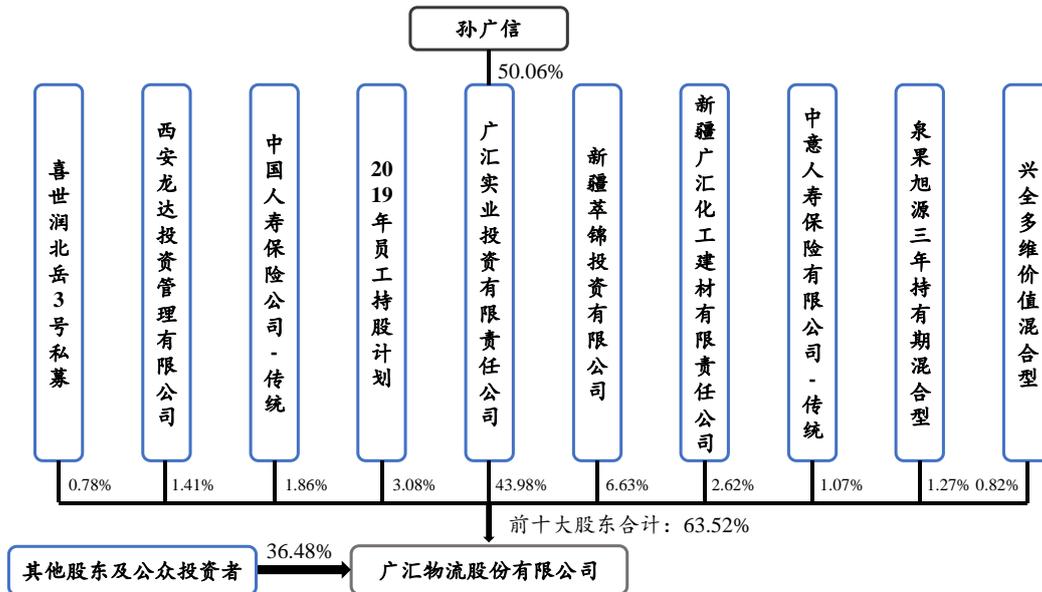
图1：广汇物流发展历程



资料来源：公司公告，人民网，太原煤炭交易中心有限公司，信达证券研发中心

依托大股东广汇集团产业协同能力，受多家公募及保险资本认可。截至 2023 年三季度，公司第一大股东为广汇集团，持股比例 43.98%，集团主席孙广信为公司实控人；新疆萃锦投资为公司第二大股东，前十大股东合计持股 63.52%，其中多家公募及保险参与持股。公司主业主要依托子公司展开，重要子公司包括红淖三铁路、亚中物流、广汇蜀信等。从大股东产业协同能力的角度，广汇集团为新疆本土“世界 500 强”企业，形成“能源开发、汽车服务、现代物流、房产置业”四大产业板块并进格局，旗下另一上市平台广汇能源拥有淖毛湖矿区自建煤炭资源，因此广汇物流具备集团层面的产业协同优势。

图2：广汇物流股权结构（截止 2023 年三季度）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

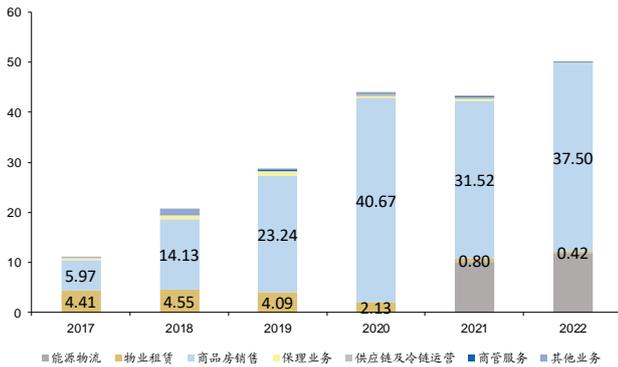
1.2 原有商贸物流、商品房销售等主业，通过“铁路+基地”进军能源物流

公司原有传统板块业绩贡献有限，但仍为有价值的存量资产：

1) **商贸物流**：主要为物业租赁服务。2021 年受乌鲁木齐市政府旧改影响，美居物流园部分园区暂时关闭（共计 61.93 万方），致 2021 年物业租赁收入同比减少 62.2%至 8045 万元，2022 年进一步同比减少 47.4%至 4236 万元。

2) **商品房销售**：公司于 2017-2018 年陆续收购及增资房地产开发公司，阶段性植入房地产业务为公司后续 2019-2020 年贡献显著业绩，但公司自 2019 年起承诺不再新增商品房项目开发，2022 年商品房销售业务收入 37.50 亿元。

传统业务具备存量价值：1) 商贸物流对应 2023 年 6 月末 20.63 亿元账面净资产；2) 房地产对应 2023 年 6 月末 39.15 亿元账面净资产。

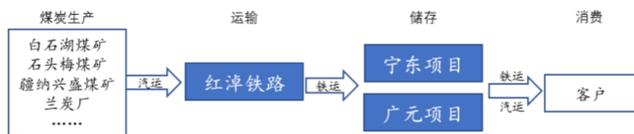
图3：广汇物流营收结构（单位：亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：广汇物流毛利结构（单位：亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

逐步转型能源物流，确立“铁路+物流基地”的战略实施方案。公司一方面公告拟向广汇能源及广汇汽车转让四川成都部分办公房地产及车位，交易对价 2.94 亿元，及拟向广汇集团转让乌鲁木齐汇信小贷 30% 股权，交易对价 1.25 亿元，有利于进一步聚焦能源物流主业发展；另一方面利用将淖红铁路的区位优势对外运输疆煤的同时，注重在对疆煤需求较大的区域布局终端物流基地，有望通过“线+点”结合实现对“面”的覆盖，提升能源物流业务的持续性与稳健性。

图5：公司能源物流业务布局情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：公司能源物流产业布局示意图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 铁路：参股将淖铁路同时并表红淖铁路，有望通过始发量及过货量共同驱动运量增长。红淖铁路方面，线路位于新疆维吾尔自治区东部的哈密地区，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，截止 23H1 公司控股比例 99.8237%。将淖铁路方面，线路位于新疆维吾尔自治区东北部的昌吉回族自治州和哈密市，全长 431.7 公里，自淖毛湖地区白石湖南站接轨引出，向西途径伊吾县、巴里坤哈萨克自治县、木垒哈萨克自治县后，抵达乌将铁路将军庙站后连接乌准铁路，途经哈密地区的三塘湖、巴里坤、淖毛湖矿区及准东地区资源富集的五彩湾、大井、将军庙、西黑山、老君庙矿区，最终向东连接红淖铁路进而实现与兰新铁路和临哈铁路相连，打通出疆北部通道，项目已于 2021 年 4 月开工建设，公司预计年内

建成并投入运营，截止 23H1 公司参股比例 18.92%。

图7：广汇物流布局上游疆煤外运黄金通道将淖红铁路



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 物流基地：公司在下游积极利用综合能源物流基地实现业务延伸。一是通过在资源紧缺地区布局储运基地从而将新疆优势能源产品尤其是煤炭产品进行销售前移，将其作为煤炭产品销售的前置仓；二是通过淡储旺用进行煤炭战略储备，调节季节差异带来的市场需求；三是通过“点对点”运输，提高铁路运输效率，提升疆煤外运量，增强疆煤在终端市场的竞争力；四是将运营的综合能源物流基地编织成网，充分发挥基地的节点辐射效应，相互之间形成物流支撑，提高能源物流的响应效率，扩大终端市场份额，夯实主业发展基础，增厚能源物流主业收益。当前按照公司规划，主要建设运营甘肃柳沟、四川广元、宁夏宁东、甘肃明水四大综合能源物流基地。

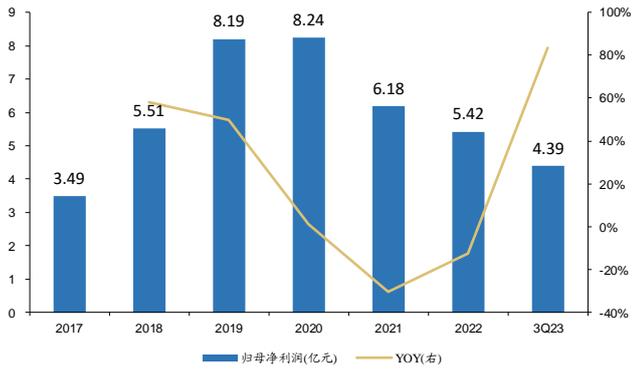
表1：广汇物流四大综合能源物流基地规划梳理

项目	情况
柳沟综合能源物流基地	2022年9月，公司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，租赁期自2022年10月1日至2025年9月30日止，相关资产租金为4784.87万元/年（含税）。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。该项目有助公司从单一的铁路货运服务商转变为可同时承接公路及铁路煤炭货源的综合物流服务商，且推动客户结构更趋多元化。
广元综合能源物流基地	项目总投资约55亿元（含铺底流动资金），包括广汇物流广元煤炭储备基地及广汇能源西南煤炭销售中心。计划分两期建设，一期计划2022年10月开工建设，2024年12月底前建成投运，一期投运后，年煤炭运营量达到1000万吨和百万吨级铝锭运营交易能力；一期投产年煤炭运营量达到1000万吨后开始二期建设，计划2025年5月动工，2027年6月底前建成投运，二期投运后，年实现煤炭运营能力2000至3000万吨。具体到广汇物流广元煤炭储备基地一期工程项目（含专线建设）方面，投资总额15.33亿元，项目设计静态储煤能力60万吨，年周转量近期6.80Mt/a，远期10.05Mt/a设计。项目投资税后财务内部收益率10.54%大于相应的基准收益率8%，财务净现值也大于零，投资回收期为10.96年（税后，含建设期）。
宁东综合能源物流基地	项目总投资约25亿元（含流动资金），包括广汇物流宁东煤炭储运基地及广汇能源宁夏煤炭销售中心。计划分两期建设，一期计划2023年初开工建设，设计年煤炭运营量1000万吨至3000万吨、煤炭储存能力100万吨；一期年煤炭运营量达到3000万吨后开始二期建设，二期投运后，将实现设计年煤炭运营量3000万吨至5000万吨、煤炭储存能力200万吨。具体到广汇物流宁东煤炭储运基地项目（含专线建设）方面，投资总额15.45亿元，项目设计静态储煤能力100万吨，近期年周转原煤1000万t/a，远期年周转原煤1150万t/a。项目投资税后财务内部收益率11.19%大于相应的基准收益率8%，财务净现值也大于零，投资回收期为9.13年（税后）。
甘肃明水能源物流基地	2023年7月，公司在甘肃酒泉市肃北蒙古族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族自治县马鬃山地区煤炭集散发运提供服务，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。

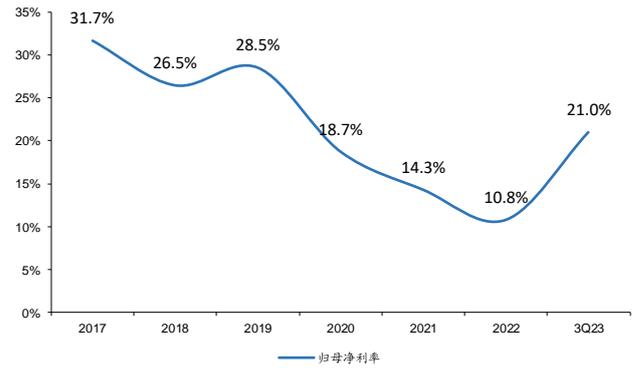
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 过去业绩承压主因物业租赁及商品房销售，后续利润有望回升

2020-2022年归母净利润呈下降趋势，2023年起有望回升。2021年公司美居物流园部分区域受乌鲁木齐市旧城改造影响关闭，当年公司归母净利润同比下降30.5%。2022年公司商品房销售毛利率受项目结转周期影响下滑，叠加物业租赁板块美居物流园租赁收入下降，当年公司归母净利润同比下降12.4%（追溯调整后）。2023上半年，同步受益于能源物流服务收入和存量房产销售收入的增长，公司实现营业收入13.80亿元，同比增长63.96%；实现归母净利润2.55亿元，同比增长88.2%，其中能源物流业务归母净利润1.49亿元，同比大增313.4%，除红淖铁路运输业务（23H1红淖三铁路公司贡献归母净利润0.45亿元）之外，柳沟物流园业务也有显著贡献（23H1四川汇晟与瓜州汇陇分别贡献归母净利润0.57亿元及0.50亿元）。

图8：广汇物流 23 年前三季度归母净利润回升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：广汇物流 23 年前三季度归母净利率回升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、能源物流货量高增有驱动

2.1 宏观层面看，疆煤增产保供外运是大势所趋

2.1.1 我国煤炭中长期仍有供需差

产能利用率持续高位、强监管政策、新增产能有限、进口增量有限等因素综合影响下，我国煤炭供给依然偏紧。

1) 产能利用率: 我国煤炭开采和洗选业产能利用率从16Q4的59.5%提升至19Q4的70.6%，并在21Q1及往后维持稳定在70%以上的高位，既有产能持续高利用率难以为继，产能核增和产量再挖潜或已基本达极限。

图10：我国煤炭采选业单季度产能利用率高位维稳（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

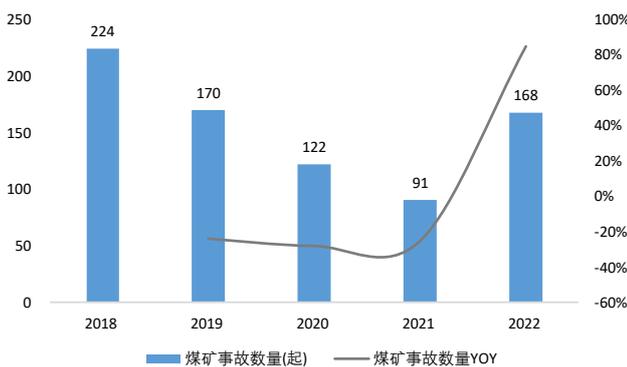
图11：我国煤炭采选业季度累计产能利用率高位维稳（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

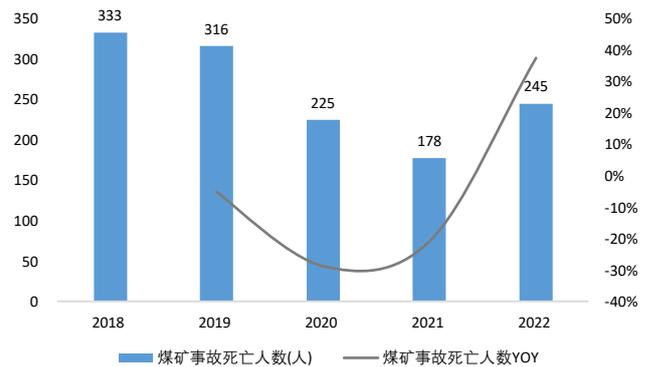
2) 强监管政策: 2022年起我国煤炭安全事故数量明显反弹, 煤矿安全事故出现常态化苗头, 23年9月中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》, 进一步加强煤炭生产安全监督要求。

图12：22年我国煤矿事故数量增长明显



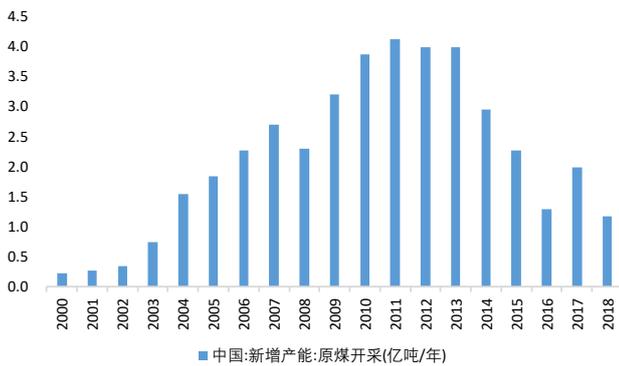
资料来源：智研咨询，煤矿安全网，信达证券研发中心

图13：22年我国煤矿事故死亡人数增长明显



资料来源：智研咨询，煤矿安全网，信达证券研发中心

3) 新增产能有限: 2013年以来我国原煤开采新增产能高位回落, 18-22年五年累计煤炭固定资产投资额同比下降3.0%。

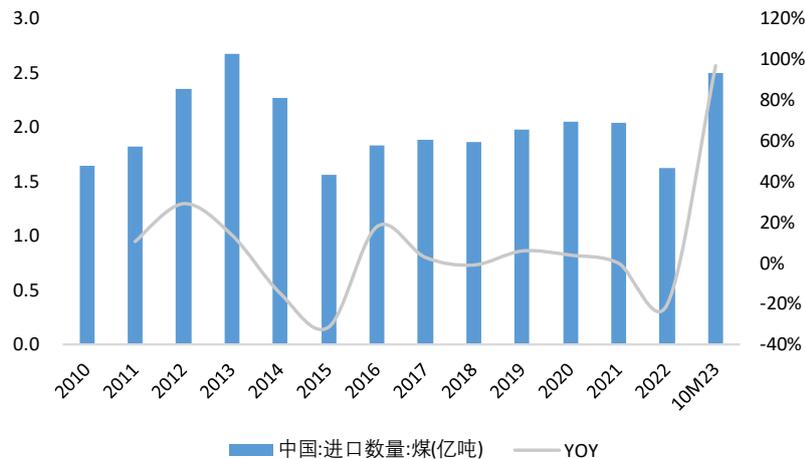
图14：13年以来我国原煤开采新增产能高位回落


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图15：2018-2022 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降 3.0%

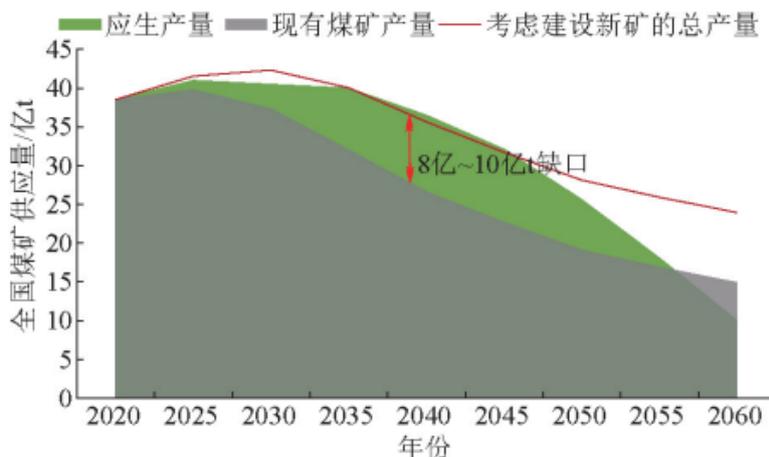

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4) 进口煤增量有限：23年前10月进口煤数量同比增长96.8%，主要由于阶段性全球煤炭供需结构宽松，反常态的进口量高增速或难以长期维持。我们预计随着进口煤价差优势缩小，欧洲日韩补库增加，未来我国进口煤环比增幅有望逐步收窄，此外我们也预计印尼、俄罗斯、澳大利亚出口中国增量有限。

图16：我国23年前10月进口煤数量同比增长96.8%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

预计碳达峰前后全国煤炭缺口8-10亿吨（据朱吉茂，孙宝东，张军，等“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究），中长期仍存供需差。根据2023年朱吉茂，孙宝东，张军，等“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究，按照供需平衡要求，对未来一个时期煤炭产能建设需求进行测算，结果表明现有煤矿产量难以满足碳达峰前后我国煤炭需求，存在8亿~10亿t的煤炭缺口，为此“十四五”至“十六五”时期还需新建9亿t/a的煤炭产能，以保障未来一个时期的煤炭供应安全。

图17：碳达峰前后我国煤炭存在8亿~10亿t的缺口


资料来源：朱吉茂，孙宝东，张军，等“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究，信达证券研发中心

2.1.2 煤炭新增产能有望进一步向新疆地区转移

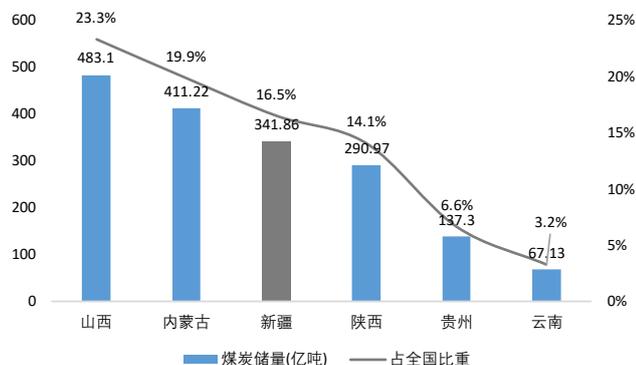
新疆煤炭开采资源禀赋优良、优势突出：

1) 已探明煤炭储量丰富。据自然资源部《2022年全国矿产资源储量统计表》，新疆已探明煤炭储量约341.86亿吨，占全国比重约16.5%，为煤炭储量第三丰富的省份，仅次于山西和内蒙古。

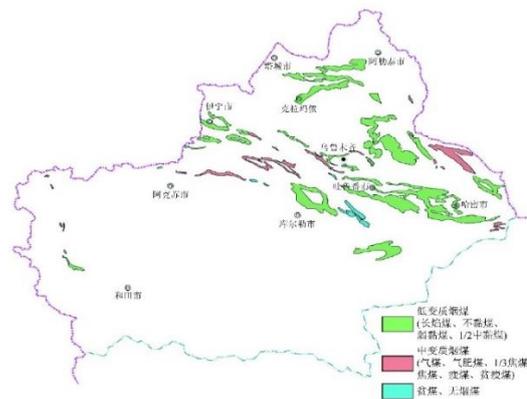
2) 疆内煤炭分布集中。新疆煤炭资源分布集中，主要分布在准噶尔、吐哈和伊犁3大盆地，其中资源量大、开发条件好的准东、淮南、吐哈、伊犁、和什托洛盖和库拜煤田，占全疆煤炭资源总量的95%以上。

3) 埋藏浅、煤厚大且含煤层数多。根据张东升等《新疆大型煤炭基地科学采矿的内涵与展望》(采矿与安全工程学报, 2015)，新疆煤层埋藏深度平均不足200m，最大未超过400m；特厚/巨厚煤层在新疆各煤田中广泛赋存，如新疆东部沙尔湖煤田煤层总数达25层，单层厚度最大可达217.14m，为全国之首、世界第二。

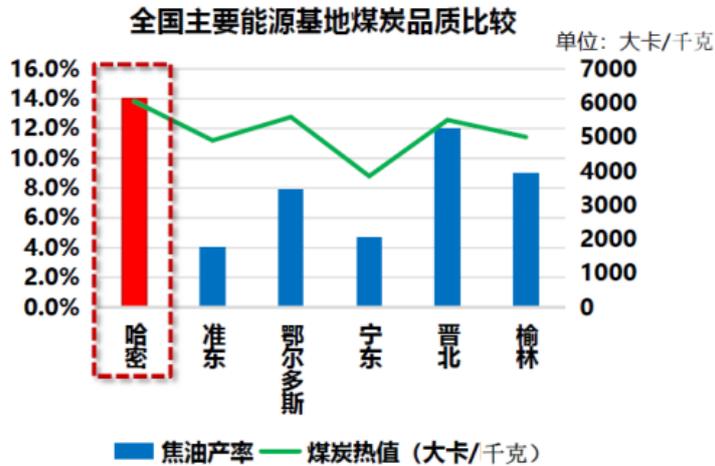
4) 疆煤燃烧更具环保性。以哈密煤为代表，疆煤具有低灰、低硫、高热值特征，相较其他矿区煤炭，其燃烧效率高，且所产生硫化物少，在煤炭燃烧环保方面具备优势。

图18：新疆煤炭储量排名全国第三


资料来源：自然资源部，信达证券研发中心

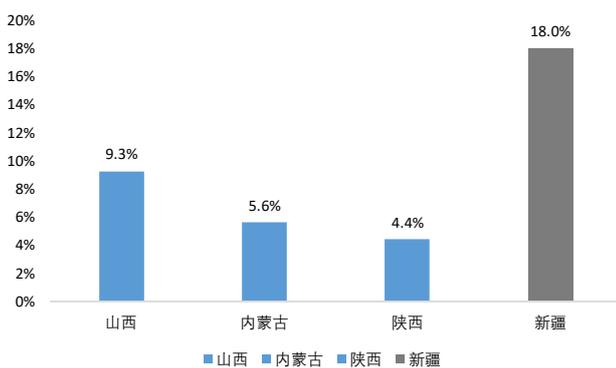
图19：新疆煤炭主要聚集在3大盆地的5大煤田中


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》，信达

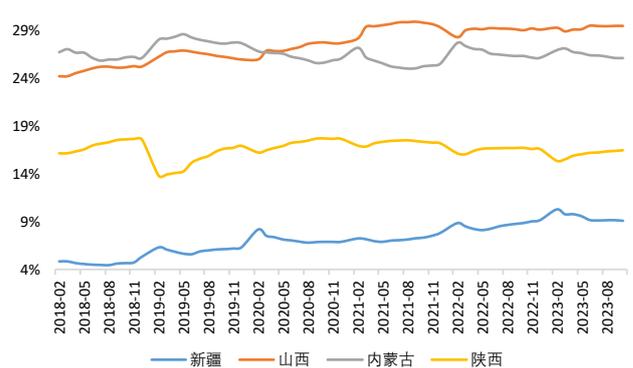
图20：新疆煤炭具备高热值特点


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

疆煤产量增长潜力可观。从我国传统主要煤炭产区产量的既有趋势看，山西、内蒙古、陕西、新疆 18-22 年原煤产量复合增速分别 9.3%、5.6%、4.4%、18.0%，且新疆原煤产量占全国比重已经由 2017 年的 4.8% 提升至 2023 年前 10 月的 9.1%。展望未来，根据 2023 年朱吉茂，孙宝东，张军，等“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究，未来一个时期我国煤炭开发将继续西移，新疆煤炭在“十四五”、“十五五”期间随着在建矿批量投产，煤炭产量有望大幅提升；根据 23 年 5 月自治区政府《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》，规划“十四五”期间新疆新增煤炭产能 1.6 亿吨/年至 4.6 亿吨/年，哈密市新增产能 6500 万吨/年，其中淖毛湖矿区新增产能 2500 万吨/年、三塘湖矿区新增产能 3700 万吨/年。

图21：新疆原煤产量 18-22 年复合增长 18.0%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图22：新疆原煤产量占全国比重显著提升（月度累计）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表2：“十四五”期间新疆新增煤炭年产能规划

产区	矿产	“十四五”期间新增产能 (万吨/年)	分项合计(万吨/年)	
准噶尔区	昌吉州	西黑山矿区红沙泉一号露天矿	1000	
		将军戈壁二号露天矿	500	
		中联润世露天矿	400	
		红沙泉二号露天矿	1000	
		五彩湾矿区三号露天矿	600	
		四号露天矿一期	1000	
		大井矿区南露天矿	500	
		塔西河矿区美丰矿井	120	
		水溪沟矿区水溪沟井田	150	
		淮南煤田资源整合项目	590	
塔城地区		和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井	120	
		白杨河矿区骆驼包北矿井	120	
		区淮南煤田资源整合项目	240	
吐鲁番市		黑山矿区黑山露天矿	300	
		库木塔格矿区一号露天矿一期	500	
		沙尔湖矿区号露天矿一期	500	
		九号露天矿一期	500	
		克布尔碱矿区十二号矿井	150	
		墨龙煤矿	150	
吐哈区		大南湖矿区二号露天矿产	300	
		淖毛湖矿区白石湖二号露天矿	900	
		淖毛湖矿区白石湖三号露天矿	500	
		岔哈泉一号露天矿	600	
哈密市		马朗一号煤矿一期	500	
		三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期	1000	
		石头梅二号矿井	800	
		库木苏一号矿井	500	
		条湖一号矿井	1000	
		条湖七号矿井	400	
	库拜区	阿克苏	俄布拉克煤矿	100
			阿艾矿区北山中部	150
伊犁区	伊犁州	伊矿区四号矿井	150	
		二号露天矿	200	
		八号矿一期	300	
		窄梁子矿井	150	
其他地区	-	-	-	
合计			16420	

资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府，信达证券研发中心

2.1.3 重要铁路线扩容改造推进叠加车皮供给边际改善，有望切实保障疆煤外运

疆煤铁路外运延续上量。受煤炭供需关系变化影响，新疆哈密和陕西榆林 Q6000 动力煤坑口价价差自 2021 年起显著扩大，至今价差缺口在 500 元/吨以上。随着疆煤外运性价比逐步凸显，疆煤铁路外运稳步放量，22 年全年疆煤铁路外运 5521 万吨，17-22 年复合增长 40.9%，2023 上半年运量进一步增长 13.8%至 2652 万吨。

图23：疆煤铁路外运 17-22 年复合增长 40.9%



资料来源：新疆煤炭交易中心，信达证券研发中心

图24：榆林和哈密 Q6000 动力煤价差自 21 年起走扩（元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

北疆区域疆煤外运重要铁路线扩容改造陆续推进。新疆的煤炭铁路运输呈现“一体两翼”格局，以兰新铁路为主干道，形成“北翼”和“南翼”两大环线。从北疆铁路线看，扩容改造稳中有进，有望持续提升煤炭运输能力：

1) 兰新铁路：目前货运功能主要通过一线发挥，兰新一线承运的货运品类主要包括煤炭、中欧班列及其他大宗商品等。展望疆煤运能空间，主要看本线客货结构调整、沿线站点扩容改造、提高列车牵引质量、压缩列车运行间隔时间，以及兰新客专二线达速扩能改造、兰张三四线投运可能带来的货运压力疏解。根据李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，按照国家和新疆维吾尔自治区相关铁路发展规划，“十四五”期内煤运能力达到 5000 万吨/年以上。

2) 乌将铁路：主要职能在于实现准东矿区煤炭外送，可连接兰新一线及将淖铁路（通车后），已在 22 年完成复线建设，运能翻倍式增长。

3) 临哈铁路：未来或有望发挥承接红淖铁路及将淖二线煤炭过货的需求，目前内蒙古段扩能改造工程已经完成，运能将提升 45%；东段电气化复线建设有望在 2024 年动工。根据李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，按照国家和新疆维吾尔自治区相关铁路发展规划，近期尽可能利用该线分流经兰新线去往宁夏、华北地区的出疆煤运量，提高兰新主通道向甘肃和西南地区的运输能力；后期根据疆煤入宁运量增长状况，研究继续进行电气化或增二线扩能改造，形成双线运输格局，大幅度提高煤运能力至 3000 万吨/年以上。

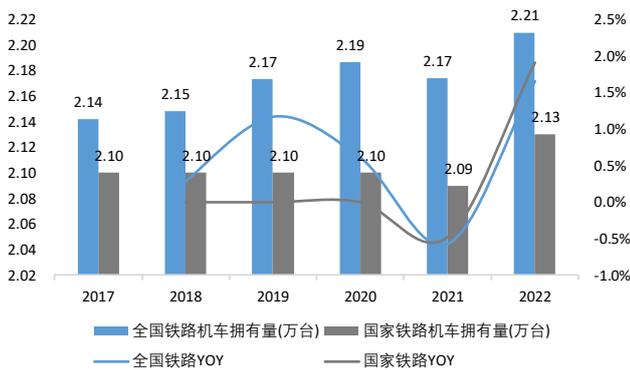
4) 将淖红铁路：我们预计红淖铁路电气化改造 2023 年底前完工，此外远期有复线建设计划；上游西延线将淖铁路预计 2023 年底前正式通车，二线已经开工建设，预计 2025 年通车。

表3：新疆煤炭外运重要铁路线情况梳理

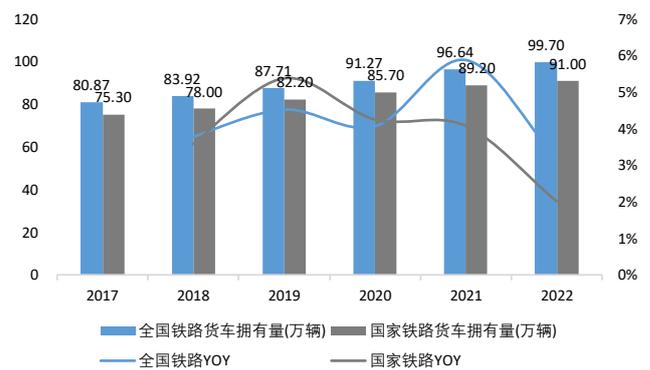
线路	全长 (km)	既有运能或建设情况	扩容改造规划
兰新铁路	2358 (一线)	<p>兰新一线：经历了电气化改造和 6 次提速，年货运能力已达 7000 万吨左右，其中煤炭年运输能力达到 5000 万吨。</p> <p>兰新客专（二线）：2014 年投运，部分分流兰新一线张掖—嘉峪关段客流，22 年地震影响后已经在 23 年 7 月全线恢复正常运行，兰州至西宁段实现时速 250 公里高标运营，23 年三季度列车调图后，多对进出疆普速列车由兰新一线改经由兰新客专运行，兰新线的货运压力进一步减轻。</p> <p>兰张三四线铁路：全长 518 公里，设计速度目标值 250km/h，计划 2023 年底前完成全部工程建设任务，2024 年 6 月 30 日全线通车运营。</p>	<p>兰新一线：23 年 9 月 28 日《兰新铁路嘉峪关站改造工程施工图审核招标公告》发布，项目开工建设进入倒计时阶段，可大大提升兰新线整体货运能力、解决客货交叉干扰问题；23 年 10 月 23 日精河至阿拉山口段增建二线开始静态验收；甘肃省“十四五”及中长期铁路网发展规划择机实施客货分线、扩能改造和货运重载化。</p> <p>兰新客专（二线）：新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要计划实施兰新客专线提速扩能改造项目。</p>
乌将铁路	257	2022 年 8 月下旬完成扩能改造，由“单线”变“双线”，年运煤能力将由 5000 万吨提高至 1 亿吨左右。	-
临哈铁路	1390	<p>哈额铁路（西段）：全长 629.9 公里，建设标准为国铁二级，总投资 82.4 亿元，2015 年 12 月正式投入运营。</p> <p>临策铁路（东段）：全长 707 公里建设标准为国铁二级，总投资 42.7 亿元，2009 年 12 月正式投入运营，投运时铁路货运能力近期为 1750 万吨，远期为 3060 万吨。</p>	<p>内蒙古段：沿线计划加开 8 处会让车站，22 年塔灵棍、海尔汉和呼仍努如 3 座会让站完工开通（全线通过能力达到 16 对/日），23 年 6 月 30 日新建巴润海日汗、沙布日特格、特门乌拉、雅干、居延泽 5 座会让站完工开通，临哈铁路运输能力提升 45%。</p> <p>临策铁路（东段）：23 年 10 月复线电气化扩能改造工程通过国铁集团可研评审，有望在 2024 年开工建设。</p>
红淖铁路	436	运力 3950 万吨/年。	2023 年电气化改造完成后，运力从 3950 万吨/年提升至 6000 到 8000 万吨/年。未来公司还将根据实际运量需求启动复线修建，完成后预计达到 1.5 亿吨/年货运能力。
将淖铁路	432	2023 年 12 月 12 日项目顺利通过初步验收工作，预计在 2023 年底前正式投运，初、近、远期设计承载运力分别为 2250 万吨、3320 万吨、4760 万吨。	将淖二线全长约 410 公里，23 年 9 月底动工建设，预计 2025 年建成投运，建成后 will 实现达到双线电气化，年运能将达到 1.5-2 亿吨。

资料来源：中国青年网，张博《疆煤东运铁路通道运量分配研究》，丁海涛《兰新铁路通道运输格局优化研究》，北青网，新华网，昌吉日报，采招网，政府官网，武威日报，广汇物流公司公告，人民网，将淖铁路公司微信公众号，信达证券研发中心

疆煤铁路运输的车皮供给问题有望进一步缓解。国家铁路机车拥有量占全国铁路的体量相对较大，机车近年增长较为平稳，主要原因为国铁近年电气化率逐步提高，增加电气化机车的同时淘汰部分内燃机车，因此总体机车数量相对稳定。全国铁路货车拥有量近年都有所增长，且货车增长率较为稳定。近年随着铁路货运发送量逐年增长的趋势，全国铁路货车拥有量也逐年增长。根据澎湃新闻，23 年 6 月国铁集团发布多个采购招标项目公告，货运方面采购订单包括 3 万辆铁路货车（2 万辆 C70E(H)型通用敞车以及 1 万辆 X70 型集装箱专用平车等）以及 483 辆各类机车，我们预计未来或还有较大规模的货车采购计划出炉。伴随着国铁机车及货车采购积极性提升及数量增长，我们分析疆煤铁路运输的车皮供给问题有望进一步得到缓解。

图25：全国铁路机车拥有量稳步增长


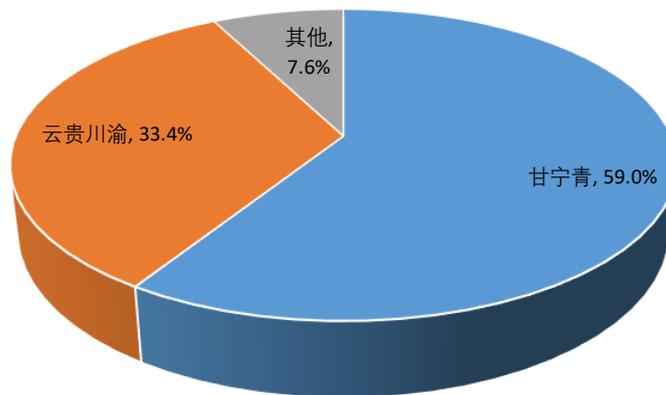
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图26：全国铁路货车拥有量稳步增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.4 疆煤重点终端消费地需求坚挺

疆煤重点终端消费地以西北和川渝地区为主。从铁路运输流向看，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%，比2018年增加1260万吨、增长138%；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33.4%，比2018年增加790万吨、增长179%。西北、西南两地区到达量合计占92.4%，其余去往中东部地区仅占7.6%（华中3.6%、华北2.0%、华东1.9%、其他0.1%）。

图27：2021年铁路出疆煤炭运输量流向结构


资料来源：李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，信达证券研发中心

疆煤终端需求有望维持坚挺：

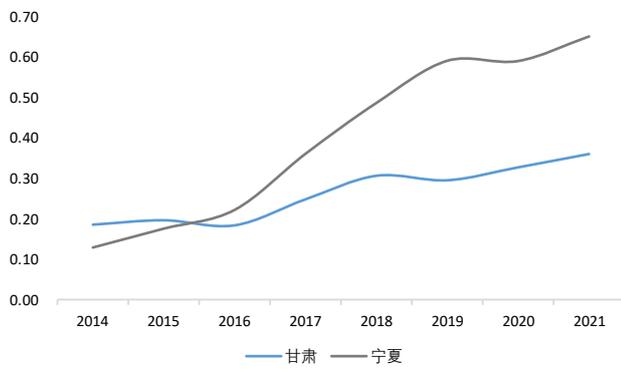
1) 甘肃方面：我们测算原煤缺口由2014年0.19亿吨提升至2021年0.36亿吨（21年疆煤铁路调入0.19亿吨）。随着河西走廊各地区承载甘肃东部地区产业转移规模扩大，以及在酒泉至湖南特高压输电项目建成后，为实现以风电和太阳能新能源外送为主而配置的稳峰火电厂煤炭消耗量有望逐步增加，该区域煤炭消费量仍有望呈稳定增长态势。

2) 宁夏方面：我们测算原煤缺口由2014年0.13亿吨提升至2021年0.65亿吨（21年疆

煤铁路调入 0.03 亿吨)。作为我国重要的能源化工基地，“十四五”期间宁夏或加速布局大批西电东送项目及煤化工产业基地，预计煤炭缺口或将进一步扩大。广汇物流预计，到 2025 年，宁夏煤炭消耗量超过 2 亿吨，原煤产量 1 亿吨，存在 1 亿吨的缺口，需要外部调入。新疆煤炭运至宁夏中卫地区和宁东基地销售较鄂尔多斯、榆林地区煤炭有一定价格优势。综合考虑宁夏煤炭缺口及疆煤运价运距优势，我们预计疆煤供往宁夏的煤炭铁路货运量有望进一步增长。广汇物流预计到 2025 年，疆煤入宁供应 3000 万吨/年，研究年度内稳中有序增长，近、远期分别供应 4000 万吨/年、4600 万吨/年。

3) 川渝方面：我们测算四川及重庆原煤缺口由 2014 年-0.71 亿吨扭转至 0.23 亿吨（21 年疆煤铁路调入 0.074 亿吨）。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，疆煤的坑口成本优势有望助力拓展疆煤外运的西南区域市场。广汇物流预计，未来川渝地区每年的煤炭供应缺口在 1 亿吨左右，周边客户煤炭需求年煤炭需求量较大，需要外部调入。

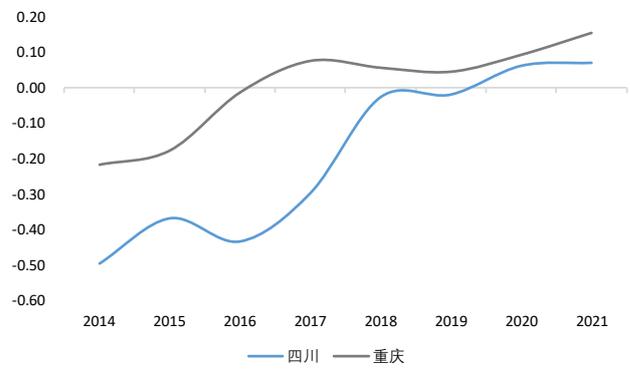
图28：甘肃和宁夏原煤缺口逐步扩大（亿吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：原煤缺口=原煤消费实物量-原煤产量

图29：四川和重庆原煤缺口逐步扩大（亿吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：原煤缺口=原煤消费实物量-原煤产量

2.2 微观层面看，铁路货量及能源基地周转量各有增长驱动

2.2.1 红淖铁路货量增长来自于始发量及过货量增长共同驱动

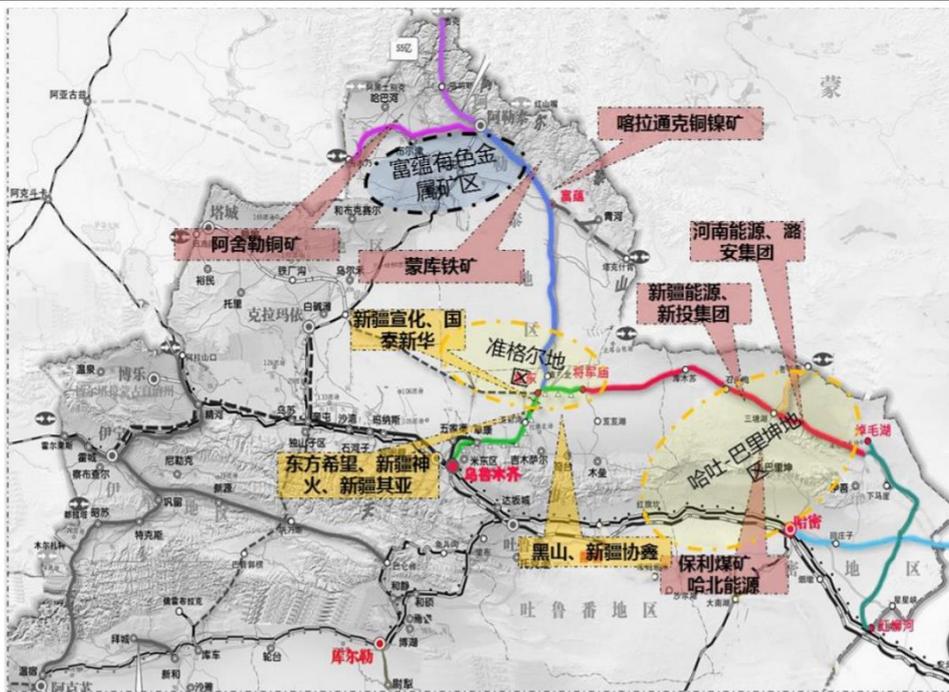
广汇能源在淖毛湖矿区新矿投产及产能爬坡有望带来始发增量。1) 白石湖煤矿已被列为国家保供煤矿，2022 年核准产能由 1300 万吨/年提升至 1800 万吨/年，实际年产量可达 3500 万吨以上。2) 马朗煤矿有望于近期正式获批，产量释放在即。2023 年 8 月 1 日马朗煤矿取得项目赋码；9 月 15 日项目核准报告已上会评审，且已完成专家意见修改并上报；9 月 21 日安全核准报告已上会评审，根据专家意见修改后的安全核准资料已上报至国家矿山安全监察局审批；环评报告受理单已报送至生态环境部，正在审批中。我们预计马朗煤矿有望于近期正式获得核准，并于 Q4 贡献产量 500 万吨；马朗煤质较好，热值可达 5800-6000 千卡，未来有望获得较高售价。3) 东部煤矿有望于 2025 年左右建成。随着马朗和东部煤矿产量的释放，广汇能源的煤炭产销量有望迎来快速增长，相应带动广汇物流红淖铁路始发站点上量。

表4：广汇能源主要矿区及产能情况梳理

煤田	主要矿区	主要煤种	资源量(万吨)	可采储量(万吨)	产能
白石湖煤矿	白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	96917	96917	设计产能2000万吨，列入发改委保供煤矿，实际产量3500万吨/年
	白石湖露天煤矿	长焰煤	80373	72242	
淖毛湖煤田	马朗露天勘查区	长焰煤	72068	50609	设计产能1500万吨，实际产量有望达2500万吨/年以上
	马朗一号井田	长焰煤	108815	79195	
东部矿区	东部勘查区	长焰煤-不粘煤	295297	295297	设计产能1500万吨，实际产量有望达2000万吨/年以上
	农场煤矿东部勘查区	长焰煤-不粘煤	6184	6035	
合计			659654	600295	

资料来源：Wind，广汇能源公司公告，信达证券研发中心

将淖铁路周边货源充足，通车后有望为红淖铁路带来过货增量。作为红淖铁路的西延线，将淖铁路于2021年4月2日正式开工建设，我们预计2023年底前正式通车，根据公司《重大资产购买暨关联交易报告书》，将淖铁路初、近、远期设计承载运力分别为2250万吨、3320万吨、4760万吨。将淖铁路途径准东、巴里坤、三塘湖等重要矿区，聚集了新疆神火、东方希望、新疆能源、新投集团等众多企业，以煤炭开采、煤电、煤化工、电解铝、多晶硅为主要产业，煤炭、化肥、氧化铝、电解铝、硅矿石等产品的运输需求很大。准东地区累计探明煤炭资源量约2136亿吨，是国家级煤电、煤化工和煤电冶（氧化铝）基地，公司预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求可达850万吨/年。吐哈地区累计查明煤炭资源量约1407亿吨，公司预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求将达到900万吨以上。

图30：将淖铁路周边矿区情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表5：广汇物流通过走访调研将淖铁路沿线企业对外部运量需求调查梳理情况（万吨）

公司类别	公司名称	产品	2023年	2024年	2025年及以后年度	
外部公司	新疆宜化化工有限公司	尿素	30	30	30	
		PVC	60	60	60	
		电解铝	80	80	80	
		氧化铝粉	80	80	80	
	新疆东方希望有色金属有限公司	工业硅	20	45	45	
		多晶硅	7	7	20	
		石英石	60	90	90	
		聚丙烯	-	80	80	
	新疆神火煤电有限公司	电解铝	65	65	65	
		氧化铝粉	80	80	80	
	新疆其亚铝电有限公司	电解铝	80	80	80	
		氧化铝粉	60	60	60	
	新疆协鑫硅业科技有限公司	工业硅	10	20	20	
		原料石英石、木片	30	60	60	
			多晶硅	6	6	6
		哈密市和翔工贸有限责任公司（巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿、巴里坤矿区吉郎德露天煤矿）	煤炭	290	290	290
		新疆能源（集团）有限责任公司（新疆哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿）	煤炭	500	500	500
	巴里坤县鑫源煤炭有限责任公司（新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井）	煤炭	120	120	120	
	需求合计		1578	1753	1766	
	可释放过货量		100	610	790	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.2 能源基地周转量增长来自于周边区域疆煤消费需求增长驱动

公司当前已确定选址的四大能源物流基地位于疆煤终端重点消费区域。从公司战略看，广汇物流分别选择在甘肃柳沟、四川广元、宁夏宁东、甘肃明水投运煤炭能源物流基地，基本上覆盖了疆煤在西北和西南区域的终端重点消费地。考虑柳沟项目已经于22年四季度投入运营，后续成长性主要由产能利用率提升驱动，以及明水项目仍处于前期研究阶段，下文重点分析在建的宁夏宁东及四川广元项目。

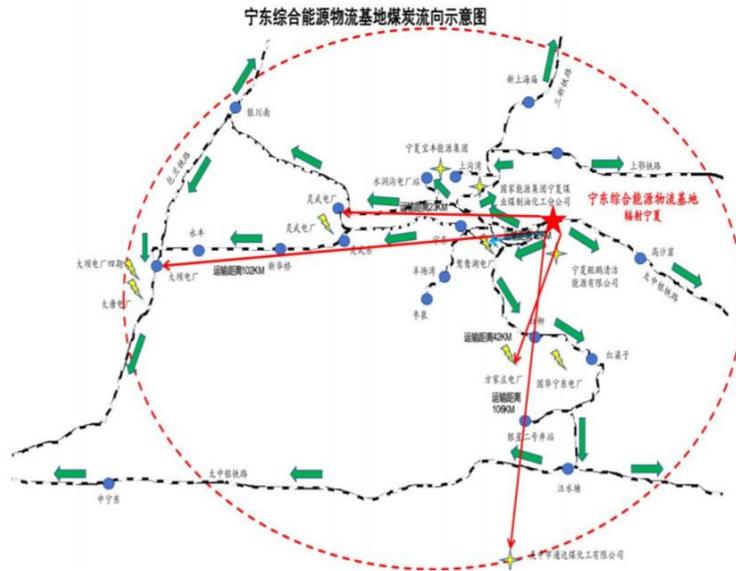
图31：公司四大能源物流基地项目选址示意图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

宁东煤炭储运基地项目有望受益于宁夏煤炭供需缺口：

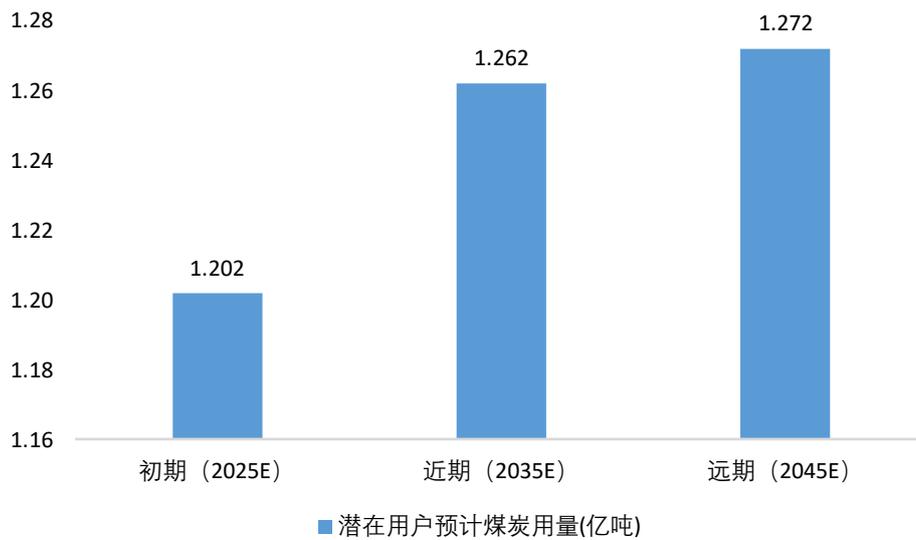
- 1) **区位情况：**公司宁东煤炭储运基地项目（含专线建设）供应地主要为新疆，经红淖铁路、兰新铁路、临哈铁路、包兰铁路、太中银铁路以及宁东铁路实现疆煤入宁，最终运输至项目所在地。项目位于宁夏回族自治区银川市灵武市宁东镇，毗邻梅花井火车站，属于灵武市管辖，当地无大型煤炭储运基地，均为煤炭物流园区。
- 2) **竞争情况：**目前宁东周边的煤炭物流园的运营模式均是以仓库出租为主，园区不承担或仅承担少量园区管理任务，园区盈利主要靠收取仓库租金，园区内企业均为煤炭贸易商，与公司宁东项目商业模式存在较大差异。
- 3) **需求情况：**根据宁东可研报告项目组调查当地电厂、煤化工企业的运输需求及未来规划，预测淖毛湖、准东地区到达宁东能源化工基地的运量近、远期分别为 1620 万吨/年、2500 万吨/年，到达的煤炭主要满足大唐电厂、大坝电厂四期、鸳鸯湖电厂等宁东管内 7 个机组规模较大的电厂约 1/4 的运量需求，宁夏鲲鹏清洁能源有限公司 150 万吨/年煤制油项目 1/3 的运量需求，以及国家能源集团宁夏煤业煤制油化工分公司煤化工项目，宁夏宝丰能源集团煤制油、焦炭项目，宁东煤炭储运港项目的部分运输需求。从区域终端需求情况看，宁东项目潜在用户预计煤炭用量初期（2025 年）、近期（2035 年）、远期（2045 年）分别达 1.20 亿吨/年、1.26 亿吨/年、1.27 亿吨/年，潜在客户的煤炭需求超过 1.20 亿吨，意向协议已签订 2130 万吨/年，意向订单约为其规划近期产能 1000 万吨的 2.13 倍，因此公司宁东项目新增存储能力、运输能力或可以得到充分消化。

图32：公司宁东项目煤炭流向示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图33：公司宁东项目潜在用户预计煤炭用量情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表6：公司宁东项目已签订意向订单情况

合作客户名称	合作规模（万吨/年）
国家能源集团宁夏电力有限公司	1000
宁夏共创通融能源科技有限公司	80
宁夏贵巨管理咨询有限公司	80
宁夏邦聚实业有限公司	50
宁夏大集科贸有限公司	500
乌海大来供应链管理有限公司	100
灵武市国顺工贸有限公司	200
山西荣冠中汇贸易有限公司	60
宁夏宝金煤业有限公司	60
合计	2130

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

广元煤炭储备基地一期工程项目有望受益于四川煤炭供需缺口：

1) 区位情况：广元是兰渝线（疆煤入川必由之路）和宝成线的交汇点，为疆煤进入川渝地区的主要通道四川省内地区的第一站，处于成都、重庆、西安、兰州四大城市的几何中心。公司广元项目选址于广元市利州区盘龙镇走马岭站以南，陵宝二线以北、规划的箭龙路合围的地块内，主要承担川渝地区煤炭淡储旺用和灵活调度的中转储运功能。

2) 竞争情况：广元项目周边煤炭物流园的运营模式均是以专用线接货为主，园区仓储面积小，无法大量储煤，基本即卸即装，主要收取装卸费（含站台服务费）和掺配费；公司根据当地政府相关部门调研显示，目前广元市及周边没有建成运营的到发及仓储一体化运营的煤炭储运基地，区域范围内具有竞争关系仓储基地均在设计或建设过程中，在建和拟建项目7个（包括本次公司广元项目），且公司铁路装卸收费水平具备一定竞争优势。

3) 需求情况：广元市以及重庆周边水泥厂、电厂均为公司潜在客户，测算煤炭需求量2466万吨/年，潜在客户意向协议已签订1110万吨/年，约为其规划近期产能680万吨的1.63倍。因此公司四川广元项目新增存储能力、运输能力或可以得到充分消化。

表7：公司广汇项目已签订意向订单情况

合作客户名称	合作规模（万吨/年）
四川省智汇物流供应链管理有限公司	300
四川易道创新供应链管理有限公司	75
成都异火贸易集团有限公司	80
四川众鑫长运工贸有限责任公司	110
筠连盛权建材有限公司	120
乐山中嘉通用航空科技有限公司	125
重庆厚民商贸有限公司	50
重庆嘉春贸易有限公司	90
重庆和浩物流有限公司	40
重庆洁优商务服务有限公司	120
合计	1110

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、从绝对及相对竞争力看疆煤外运或具备安全边际，此外关注红淖铁路提价空间

从绝对竞争力看，与目的省坑口价格相比，当秦港(5500k)价格不低于 650 元/吨时，疆煤具备外运条件。根据信达能源团队 2023 年 6 月 13 日外发报告《疆煤外运竞争力分析》测算，当秦港价格 (5500k) 大致不低于 650 元/吨时，吐哈矿区煤炭具备外运至川渝、甘肃的条件；当秦港价格 (5500k) 大致不低于 700 元/吨时，吐哈矿区煤炭具备外运至川渝、甘肃、宁夏的条件；当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，吐哈矿区煤炭具备外运至川渝、甘肃、宁夏、青海、秦皇岛港的条件。

表8：疆煤外运绝对竞争力分析

矿区	流向	运距 (km)	结论
吐哈矿区	川渝	2474	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 650 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
准东矿区	川渝	3102	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
吐哈矿区	甘肃	1588	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 650 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
准东矿区	甘肃	2216	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
吐哈矿区	宁夏	2056	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 700 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
准东矿区	宁夏	2684	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
吐哈矿区	青海	1442	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
准东矿区	青海	2070	疆煤不具备外运条件
吐哈矿区	秦皇岛港	3681	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 950 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件
准东矿区	秦皇岛港	4309	当秦港价格 (5500k) 大致不低于 1400 元/吨时，疆煤外运能够盈利 (考虑开采成本+运费)，具备外运条件

资料来源：信达证券研发中心测算

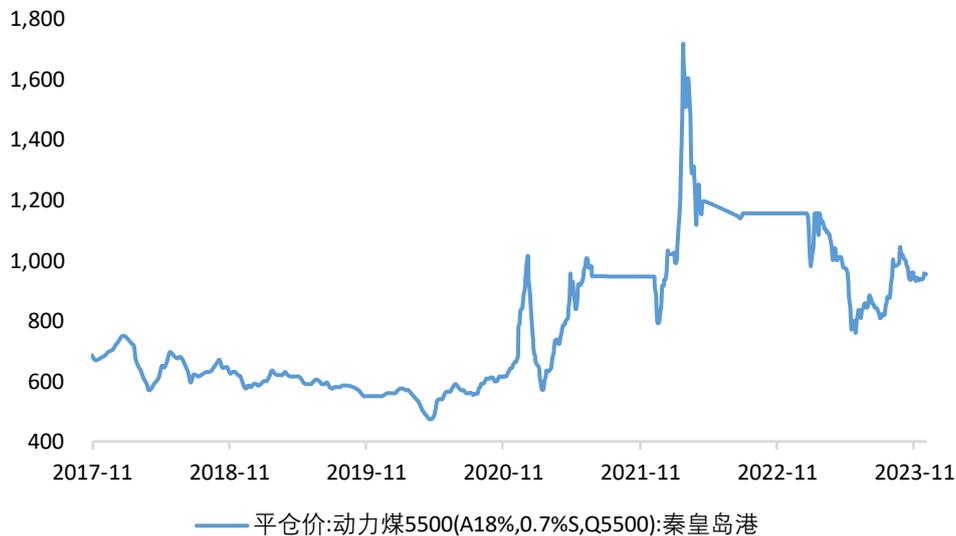
从相对竞争力看，与外运省坑口价+运费相比，吐哈矿区的煤炭在川渝、甘肃兰州等区域较有相对竞争力。根据信达能源团队 2023 年 6 月 13 日外发报告《疆煤外运竞争力分析》测算，在秦港价格 (5500k) 大致大于 650 元/吨的区间中，吐哈矿区煤炭外运至重庆、兰州地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力；在秦港价格 (5500k) 大致大于 900 元/吨的区间中，吐哈矿区煤炭外运至重庆、兰州、银川地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力；在秦港价格 (5500k) 大致大于 950 元/吨的区间中 (不亏本区间)，吐哈矿区外运至重庆、兰州、银川、格尔木地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力。

表9：疆煤外运相对竞争力分析

矿区	流向	运距 (km)	结论
吐哈矿区	川渝	2474	在秦港价格 (5500k) 大致大于 650 元/吨的区间中 (不亏本区间), 吐哈矿区外运至重庆地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力
准东矿区	川渝	3102	当秦港价格 (5500k) 大致大于 1200 元/吨时, 准东矿区外运至重庆地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙具备相对竞争力
吐哈矿区	甘肃	1588	在秦港价格 (5500k) 大致大于 650 元/吨的区间中 (不亏本区间), 吐哈矿区外运至兰州地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力
准东矿区	甘肃	2216	当秦港价格 (5500k) 大致大于 1300 元/吨时, 准东矿区外运至兰州地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙具备相对竞争力
吐哈矿区	宁夏	2056	在秦港价格 (5500k) 大致大于 900 元/吨的区间中 (不亏本区间), 吐哈矿区外运至银川地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力
准东矿区	宁夏	2684	在秦港价格 (5500k) 大致大于 950 元/吨的区间中 (不亏本区间), 准东矿区外运至银川地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均不具备相对竞争力
吐哈矿区	青海	1442	在秦港价格 (5500k) 大致大于 950 元/吨的区间中 (不亏本区间), 吐哈矿区外运至格尔木地区 (坑口价+运费) 相较晋陕蒙均具备相对竞争力

资料来源：信达证券研发中心测算

秦港价格 (5500k) 维持 900 元/吨以上, 煤价底部或有支撑。2023 年以来, 煤炭价格波动调整, 秦港价格 (5500k) 最低下探至 759 元/吨后反弹, 截止 12 月 18 日报 954 元/吨。根据信达能源团队 2023 年 9 月 24 日外发报告《煤价震荡有底, 再度提示煤炭板块逢低配置》, 在安全强监管导致产地煤炭供给收缩背景下, 叠加煤炭非电需求环比改善, 煤价下行空间有限, 煤炭市场整体仍有望偏强运行, 总体能源大通胀背景下未来 3-5 年煤炭供需偏紧的格局较难改变。

图36：秦皇岛港动力煤 5500(A18%,0.7%S,Q5500)平仓价中枢维持高位 (元/吨)


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

此外, 关注红淖铁路费率提升空间。2020 年 12 月之前, 红淖铁路尚处于试运行阶段, 运费为 0.16 元/吨公里; 2020 年 12 月至 2021 年 5 月, 运费调整至 0.20 元/吨公里; 2021 年 6 月起运费调至 0.225 元/吨公里。根据地方发改委于 2018 年 6 月出具的批复, 红淖铁路运费最高可达 0.40 元/吨公里 (在不超过 0.40 元/吨公里范围内可自主定价), 相较现行运价仍然具有上调空间。另外, 从北疆煤炭外运的流向线路看, 既有的乌将-兰新线全长 1080 公里;

将淖铁路通车后形成的将-淖-红铁路为新一代准东及吐哈矿区煤炭出疆线路，全长仅 867.3 公里，较既有的乌将-兰新线节约 212.7 公里铁路运输里程，从运距角度看单吨公里收费或也具备一定提升能力。

表10：红淖铁路周边铁路收费执行情况梳理

线名	线路性质	2021 年运价执行标准
乌将线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里
准东北线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里
奎北线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.20 元/吨公里
库俄线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里
哈罗线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里
临哈线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.20 元/吨公里
北阿线	地方铁路	整车货物 0.20 元/吨公里
克塔线	克塔线百铁段为地方铁路	克塔线百铁段运价与克塔线国铁段一致，均执行国铁统一运价，里程通算
阿准线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.171 元/吨公里
图木舒克铁路	地方铁路	整车货物 0.171 元/吨公里

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测及估值

4.1 预计公司 2024 归母净利润 13 亿元

收入端：

1) 铁路运输业务：考虑淖毛湖地区新增煤炭产能投产及将淖铁路通车后过货增量，假设红淖铁路 23-25 年始发量分别 1200 万吨、2000 万吨、2800 万吨，过货量分别 0 万吨、600 万吨、1200 万吨。

2) 能源物流基地业务：考虑公司的基地布局投产节奏，假设柳沟项目基地产能利用率稳步爬坡；根据公司公告披露的项目建设进度预期，假设广元及宁东基地 25 年投产，投产首年产能利用率 75%。

3) 商品房销售业务：公司承诺不再新增房地产开发项目，将加速存量地产去化，考虑行业景气度，我们假设公司房地产业务 23-25 年结转面积占比分别 35%、50%、15%。

4) 其余业务：假设整体维稳。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 42.26 亿元、69.05 亿元、74.77 亿元。

表11：收入预测表（金额单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	43.21	50.19	42.26	69.05	74.77
YOY	-1.6%	16.1%	-15.8%	63.4%	8.3%
其中：					
能源物流收入	10.04	11.82	23.82	43.08	66.32
物业租赁收入	0.80	0.42	0.43	0.44	0.45
商品房销售收入	31.52	37.50	17.54	25.06	7.52
保理业务收入	0.24	0.14	0.15	0.15	0.16
其他收入	0.61	0.31	0.31	0.32	0.33

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润端：

1) 能源物流业务(铁路+物流基地)：考虑货量提升的规模效应，假设毛利率稳中有增，23-25 年毛利率分别为 43%、47%、51%。

2) 商品房销售业务：考虑到拿地及建设周期以及相应的成本投入，假设 23-25 年毛利率稳中有增，分别为 24%、27%、30%。

3) 其余：假设其余业务 23-25 年毛利率相对维稳，以及考虑美居物流园纳入乌市改造范围带来 23-25 年期间每年 1.67 亿元经营性补偿。

4) 暂不考虑公司未落地的定增事项对财务的影响。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 6.65 亿元、13.09 亿元、20.05 亿元。

表12：简易利润表（金额单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	43.21	50.19	42.26	69.05	74.77
YOY	-1.6%	16.1%	-15.8%	63.4%	8.3%
营业成本	24.99	35.38	27.17	42.01	38.63
YOY	7.5%	41.6%	-23.2%	54.6%	-8.0%
毛利润	18.22	14.81	15.08	27.04	36.14
毛利率	42.2%	29.5%	35.7%	39.2%	48.3%
其他收益	0.69	1.69	1.67	1.67	1.67
利润总额	8.08	7.93	8.81	17.35	26.58
YOY	-28.5%	-1.9%	11.1%	96.9%	53.2%
归母净利润	6.18	5.42	6.65	13.09	20.05
YOY	-25.0%	-12.4%	22.7%	96.9%	53.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 分部估值给予 2024 年目标市值 193 亿元，首次覆盖“买入”评级

考虑到公司未来价值的重估主要由能源物流业务发展驱动，但与此同时体内的传统商贸物流、商品房资产也具有存量价值，因此我们对公司采取分部估值：

1、能源物流业务估值。考虑到上游将淖铁路预计 2023 年底前通车，系统性的价值贡献将从 2024 年开始以完整年度形式显现。我们测算能源物流业务 2024 年贡献归母净利润约 9.91 亿元，考虑运量成长性给予 15 倍 PE，合理价值约 149 亿元。

2、商品房销售业务估值。公司商品房项目分布在四川成都、四川眉山东坡区、新疆乌鲁木齐和广西桂林临桂区，考虑区域及规模因素，我们给予广汇物流房地产业务 0.6 倍 PB，对应 2023 年中公司旗下房地产业务主体四川广汇蜀信实业净资产账面价值 39.15 亿元，合理价值约 23.49 亿元。

3、商贸物流业务估值。公司原物流园及冷链供应链管理等业务依托子公司亚中物流开展。考虑到公司未来转型聚焦能源物流行业，且美居物流园被政府纳入旧城征迁改造项目，我们分析商贸物流等业务更多作为物流节点布局，因此我们给予 1 倍 PB，对应 2023 年中亚中物流 20.63 亿元账面净资产，合理价值约 20.63 亿元。

综合能源物流、商品房销售、商贸物流的三大分部估值，我们测算公司 2024 年目标市值约 193 亿元。公司作为疆煤外运铁路龙头，重点关注疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间兑现，首次覆盖给予“买入”评级。

4.3 风险提示

煤价超预期下跌。若煤炭需求大幅下降导致终端价格超预期大幅度下跌，则疆煤因运输成本原因或不再具备相较传统地区煤炭的比较优势。

疆煤增产不及预期。若新疆煤矿产量增加不及预期，则或将导致疆煤外运量增长不及预期。

红淖线经营情况不及预期。若从淖毛湖矿区始发量及经由将淖铁路上本线的过货量增长不及预期，则或将直接导致红淖铁路经营情况不及预期。

能源物流基地经营情况不及预期。公司能源物流基地布局系作为终端消费地节点，若柳沟项目、广元项目（拟）、宁东项目（拟）经营情况不及预期，则也有可能影响能源物流板块业绩。

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,309	5,159	4,587	5,970	7,987
货币资金	1,829	651	1,005	445	2,727
应收票据	166	15	12	20	22
应收账款	471	323	272	445	481
预付账款	24	21	16	25	23
存货	5,190	3,886	2,985	4,614	4,243
其他	628	262	297	421	491
非流动资产	15,891	16,548	17,101	19,915	19,429
长期股权投资	191	291	428	438	448
固定资产(合计)	7,196	7,435	8,584	8,320	10,841
无形资产	251	245	245	245	245
其他	8,253	8,577	7,844	10,912	7,895
资产总计	24,200	21,707	21,687	25,884	27,416
流动负债	10,348	6,352	6,006	8,518	8,485
短期借款	316	370	1,070	1,270	1,370
应付票据	611	471	362	560	515
应付账款	2,134	2,732	2,098	3,244	2,983
其他	7,286	2,778	2,475	3,444	3,617
非流动负债	4,191	8,945	8,720	9,070	9,190
长期借款	2,520	3,491	4,491	4,791	4,891
其他	1,671	5,454	4,229	4,279	4,299
负债合计	14,539	15,296	14,726	17,588	17,675
少数股东权益	672	741	755	781	822
归属母公司股东权益	8,988	5,669	6,207	7,515	8,919
负债和股东权益	24,200	21,707	21,687	25,884	27,416

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,321	5,019	4,226	6,905	7,477
同比(%)	-1.7%	16.1%	-15.8%	63.4%	8.3%
归属母公司净利润	618	542	665	1,309	2,005
同比(%)	-25.0%	-12.4%	22.7%	96.9%	53.2%
毛利率(%)	42.2%	29.5%	35.7%	39.2%	48.3%
ROE%	6.9%	9.6%	10.7%	17.4%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.44	0.54	1.06	1.63
P/E	13.95	15.93	12.98	6.59	4.30
P/B	0.96	1.52	1.39	1.15	0.97
EV/EBITDA	5.24	10.97	8.48	6.20	3.59

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,321	5,019	4,226	6,905	7,477
营业成本	2,499	3,538	2,717	4,201	3,863
营业税金及附加	258	146	123	200	217
销售费用	148	215	181	295	299
管理费用	115	129	169	276	262
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	346	298	387	434	458
减值损失合计	-156	-35	0	0	0
投资净收益	23	-11	21	69	112
其他	-12	144	167	167	167
营业利润	811	792	838	1,735	2,658
营业外收支	-3	1	43	0	0
利润总额	808	793	881	1,735	2,658
所得税	175	182	203	399	612
净利润	633	610	678	1,335	2,046
少数股东损益	14	69	14	27	41
归属母公司净利润	618	542	665	1,309	2,005
EBITDA	1,371	1,346	1,699	2,502	3,743
EPS(当年)(元)	0.52	0.45	0.54	1.06	1.63

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,028	1,236	1,200	2,281	3,023
净利润	633	610	678	1,335	2,046
折旧摊销	230	242	431	334	627
财务费用	376	318	257	307	326
投资损失	-23	11	-21	-69	-112
营运资金变动	654	43	-103	374	137
其它	159	11	-42	0	0
投资活动现金流	-992	-909	-892	-3,084	-33
资本支出	-272	-488	-807	-3,108	-80
长期投资	-752	-423	-92	-35	-55
其他	32	2	7	59	102
筹资活动现金流	-1,838	-1,561	179	243	-707
吸收投资	1,067	7	-1	0	0
借款	1,089	3,409	1,700	500	200
支付利息或股息	-595	-188	-257	-307	-927
现金流净增加额	-802	-1,234	488	-560	2,283

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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