

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

广汇物流(600603)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

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

# 疆煤外运核心资产, 铁路运量增长有望稳步兑现

2024年02月04日

事件: 公司发布公告, 2024年第二次临时股东大会审议通过《关于预计公司2024年度日常关联交易的议案》, 预计2024年向广汇能源股份有限公司及其下属公司提供劳务产生的关联交易预计金额有望较上年实际发生金额实现大幅增长。

点评:

➢ 公司2024年向集团提供能源物流服务的关联交易金额有望显著提升。

根据日常经营需要, 公司预计本部及下属全资子公司和控股子公司2024年度向广汇能源股份有限公司及其下属公司提供劳务所收取的公路运输、铁路运输、综合能源物流服务费日常关联交易金额为48亿元, 同比大幅增长201.0%(2023年度实际发生金额为15.95亿元)。公司2024年向集团提供能源物流服务的关联交易金额有望显著提升, 或带来能源物流业务的业绩增长。

➢ 看好公司能源物流业务规模的高成长性。

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有望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的推进叠加国铁集团车皮供给的边际改善, 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的马朗等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, 线路通车有望为红淖铁路带来渐增的过货量。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。

➢ 动态跟踪看, 过货及始发业务量的增长或有望渐进式兑现。

将淖铁路的正式通车有望为公司带来稳步渐增的过货业务量。将淖铁路全长432公里, 是以煤炭集运为主的货运铁路, 西端自准东地区将军庙站引出, 沿天山北麓向东, 经奇台县、木垒县、三塘湖矿区、巴里坤县、伊吾淖毛湖矿区等北部主要煤炭资源地区, 东端在白石湖南站与红淖铁路相接, 与红淖铁路连通组成进出疆铁路“一主两翼”战略北通道的关键线路。1月15日将淖铁路全线贯通投入运营, 一方面, 将淖铁路的通车有望逐渐地为下游红淖铁

路带来过货增量,另一方面广汇物流对将淖铁路的参股长投项目也有望从线路通车的运量逐步提升过程当中受益。

此外,淖毛湖矿区始发量也有望节点式提升。根据广汇物流官方微信公众号资讯,1月15日公司铁路发运量迎来新年“开门红”,单日煤炭铁路始发运量达27列,其中红淖铁路发运15列,柳沟综合物流基地发运12列,均较2023年实现大幅度增长,创下广汇物流铁路发运以来单日发运量历史新高。后续关注淖毛湖矿区广汇能源马朗煤矿投产进度。

#### ➤ 盈利预测与投资评级。

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11倍、6倍、4倍。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,维持“买入”评级。

➤ 风险因素: 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)    | 12.16  | 13.88  | 11.31  | 5.75  | 3.75  |
| 市净率 P/B(倍)    | 0.84   | 1.33   | 1.21   | 1.00  | 0.84  |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年2月2日收盘价

| 资产负债表          |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |  |
| <b>流动资产</b>    | 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    |  |
| <b>非流动资产</b>   | 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  |  |
| <b>资产总计</b>    | 24,200 | 21,707 | 21,687 | 25,884 | 27,416 |  |
| <b>流动负债</b>    | 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  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 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  |  |
| <b>负债合计</b>    | 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  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 24,200 | 21,707 | 21,687 | 25,884 | 27,416 |  |

| 重要财务指标     |        | 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        | 12.16  | 13.88  | 11.31  | 5.75  | 3.75  |  |
| P/B        | 0.84   | 1.33   | 1.21   | 1.00  | 0.84  |  |
| EV/EBITDA  | 5.24   | 10.97  | 7.83   | 5.76  | 3.30  |  |

| 利润表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度         | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |  |
| <b>营业总收入</b> | 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        | -156  | -35    | 0     | 0     | 0     |  |
| 投资净收益        | 23    | -11    | 21    | 69    | 112   |  |
| 其他           | -12   | 144    | 167   | 167   | 167   |  |
| <b>营业利润</b>  | 811   | 792    | 838   | 1,735 | 2,658 |  |
| 营业外收支        | -3    | 1      | 43    | 0     | 0     |  |
| <b>利润总额</b>  | 808   | 793    | 881   | 1,735 | 2,658 |  |
| 所得税          | 175   | 182    | 203   | 399   | 612   |  |
| <b>净利润</b>   | 633   | 610    | 678   | 1,335 | 2,046 |  |
| 少数股东损        | 14    | 69     | 14    | 27    | 41    |  |
| <b>归属母公司</b> | 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  |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元 |       |        |       |  |
|----------------|--------|--------|-------|--------|-------|--|
| 会计年度           | 2021A  | 2022A  | 2023E | 2024E  | 2025E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 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     |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -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   |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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  |  |
| <b>现金流净增加额</b> | -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）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。