

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

始发及过货量稳步增长，看好红淖铁路上量

2024年04月07日

事件：根据广汇物流公司4月3日微信公众号资讯，目前，红淖铁路的始发运量每天都在15-16列左右，同时每天承载的将淖铁路过货量在7-8列，在淖毛湖车站，公司每天承载着“疆煤外运”车辆23列左右的发运任务。

点评：

➢ 行业运输结构调整方面，大宗“公转铁”有望推动铁路疆煤外运量增长

中央财经委会议指出，物流降成本的主要途径是调结构、促改革，有效降低运输成本、仓储成本、管理成本，要优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”。我们认为，强化“公转铁”、“公转水”，本质上或是推动以铁路运输为枢纽环节的多式联运模式的建设和发展。多式联运主要是通过规模效应及整合运输环节中的冗余工序来提升物流效率，因而更适合于运输距离长、对成本敏感、运输体量大的商品，例如大宗商品。铁路货运具备大运量、低单位成本、环保节能的特点，是大宗商品多式联运的枢纽环节，而铁路货运品类以煤炭等大宗商品为主，未来货运分担率仍有进一步提升空间。具体到疆煤外运，2023年外运总量突破1亿吨，其中铁路疆煤外运量6022.7万吨，同比增长9.5%，渗透率仍有进一步提升空间；截至24年2月28日，铁路疆煤外运1464.11万吨，同比增长57.3%。

➢ 行业煤源结构变化方面，疆煤产量对全国贡献有望进一步提升

2024年2月，山西省应急管理厅、国家矿山安监局山西局、山西省能源局印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，决定立即在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，此次专项整治范围包括所有正常生产建设煤矿、具备生产条件的停工停产煤矿。整治重点内容包括超能力下达生产经营指标、煤矿超能力生产、采掘接续紧张、超定员组织生产、布置隐蔽工作面等八方面情况，可能导致山西煤炭特别是炼焦煤供给面临一定收缩。我们认为，一方面供给边际上的收紧或将一定程度支撑终端煤价中枢，夯实疆煤外运成立的价格条件；另一方面传统存量产区的产量压减可能带来疆煤生产对全国贡献的进一步提升。根据广汇能源股份有限公司月度报告数据，24年前2月广汇能源实现煤炭对疆外销量517.59万吨，同比增长30.4%。

➢ 动态跟踪看，公司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，从最新情况看测算年化运量或达到700万吨以上。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，在将军庙站的首趟列车顺利发行；2月7日在三塘湖货场首趟列车顺利发行；截止3月13日，累计运量超过120万吨；目前运输列次或稳定在日

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

均 7-8 列。按年初至今最新情况年化推算，我们判断 24 年将淖铁路贡献过货量或高达 700 万吨以上。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 日红淖铁路单日煤炭铁路始发运量 15 列，较 2023 年实现大幅度增长；2 月 11 日红淖铁路单日发运量完成 16 列，创开通运营以来最高纪录；目前单日发运量或稳定在 15-16 列。后续关注淖毛湖矿区广汇能源马朗煤矿投产进度。相应全年维度看，公司向集团提供能源物流服务的关联交易金额有望显著提升，公司根据日常经营需要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等相关关联交易金额为 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）。

➤ 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，我们认为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。

➤ 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 13 倍、7 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)	14.33	16.36	13.33	6.77	4.42
市净率 P/B(倍)	0.99	1.56	1.43	1.18	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月3日收盘价

资产负债表		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	

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	14.33	16.36	13.33	6.77	4.42	
P/B	0.99	1.56	1.43	1.18	0.99	
EV/EBITDA	5.24	10.97	8.62	6.29	3.66	

利润表		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	-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	14	69	14	27	41	
归属母公司	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	
经营活动现金流	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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。