



# 广汇能源 (600256.SH): 布局“气煤油”，成本优势凸显，有望成为集上中下游为一体的民营能源巨头

2024年5月9日

强烈推荐/首次

广汇能源

公司报告

广汇能源 (600256.SH) 是第一家布局“气煤油”，集上中下游为一体的民营能源企业。公司营收和毛利主要来源于天然气、煤炭业务。该公司初步形成煤、气、煤化工、清洁能源、碳捕集与利用的五大产业格局。主营业务收入持续上涨，2023年达近4年（2020-2023年）最高为614.75亿元。公司营收和毛利主要来源于天然气、煤炭业务。2023年公司天然气、煤炭、煤化工营业收入分别占总营收的64.58%、24.79%、12.90%；2023年公司天然气、煤炭、煤化工毛利分别占总毛利的20.97%、50.83%、18.03%。

**单位煤炭销售成本显著低于同业公司，自建物流系统降本增效，经营优势显著。**截至2023年，公司煤炭单位销售成本为310.28元/吨，同比下降了7.70元/吨，降幅为2.42%。相较于同业其他公司（中国神华、陕西煤业、兖矿能源、潞安环能、淮北矿业煤炭单位销售成本分别为395.26元/吨、405.00元/吨、317.05元/吨、347.69元/吨、597.90元/吨），具有显著的成本优势。公司布局上游疆煤外运黄金通道——“将-淖-红”铁路，改变疆煤外运区域煤炭供应格局，与下游综合能源物流基地形成完整的能源物流体系，增强疆煤在终端市场的竞争力。马朗煤矿复产释放产能空间大，有望带动未来业绩增长。

**天然气业务采取“自产+贸易”模式，成本和价格优势支撑业绩提升。**目前以自有煤炭通过煤化工生产LNG产品，具有成本低、供应稳定的优势。贸易气方面，公司主要是通过启东LNG接收站引进国外LNG资源至国内销售，通过贸易价差获得利润。外购气利用长协锁定低价气源，价格优势凸显，支撑业绩提升。2019年4月，公司与道达尔签订了《LNG购销协议》，期限为10年，供货量为70万吨/年。而2019年国际油价正处于低价，故协议的LNG的采购成本低，利润弹性高。新项目建设稳步推进，天然气销量上涨有望保持。

**下游需求持续恢复叠加油价高位震荡的背景下，煤化工和绿色系能源项目，有望增长业绩。**公司煤化工业务项目主要有新能源煤制甲醇联产LNG项目、清洁炼化项目、乙二醇项目、硫化项目等，生产所需原材料多来自于公司自产煤炭和其他副产品，业绩有望增长。绿色能源业务项目稳步推进，培育新增长点。二氧化碳捕集（CCUS）及驱油业务的一期建设10万吨/年示范项目于2023年11月稳定运行，300万吨/年CCUS项目于12月逐步启动。绿电制氢与氢能一体化示范项目逐步启动。

**高分红兑现保障股东权益。**2021-2023年，公司实施现金分红金额合计131.70亿元（含公司实施股份回购所支付的金额），占近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的199.04%，已满足并超过相关制度有关现金分红比例的规定及公司现金分红承诺约定。2023年，公司拟分配现金红利总额为45.47亿元（含税），占公司2023年度归属于上市公司股东的净利润比例为87.90%。鉴于公司有保持较

## 公司简介：

广汇能源股份有限公司主营业务是天然气板块、煤炭板块和煤化工板块。主要产品是天然气、煤炭、煤化工产品。

资料来源：公司公告、iFinD

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

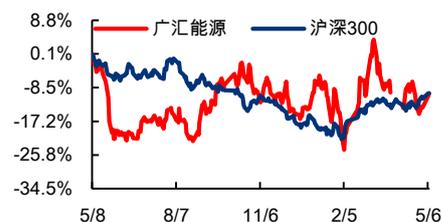
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间（元）	8.6-6.26
总市值（亿元）	504.91
流通市值（亿元）	504.91
总股本/流通A股（万股）	656,576/656,576
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.22

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

## 研究助理：莫文娟

010-66555574

mwj882004@163.com

执业证书编号：

S1480122080006

高分红比例回报股东的传统, 在保证稳定持续的资本支出情况下, 未来有望持续保持。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们推荐广汇能源基于以下四个方面: 1) 公司拥有优质煤炭资源且马朗煤矿产能释放空间较大, 开采成本低, 单位煤炭销售成本显著低于同行业公司, 自建物流系统降本增效, 经营优势显著。2) 天然气业务采取“自产+贸易”模式, 成本和价格优势支撑业绩提升。3) 公司煤化工和绿色系能源项目借助自身煤油气资源, 拥有较强的成本优势, 在下游需求持续恢复叠加油价高位震荡的背景下, 有望增长业绩。4) 公司保持高股息高分红, 在保证稳定持续的资本支出的情况下, 未来有望持续保持。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 659.62、745.76、828.75 亿元, 归母净利润分别为 58.87、82.42、106.26 亿元, 每股收益分别为 0.90、1.26、1.62 元, 当前股价 7.63 元, 对应 PE 分别为 8.51、6.08、4.71。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:** (1) 国际政治经济因素变动风险; (2) 煤炭、原油及天然气价格波动产生的风险; (3) 汇率波动及外汇管制的风险; (4) 煤油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

### 财务指标预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	594.09	614.75	659.62	745.76	828.75
增长率 (%)	138.93	3.48	7.30	13.06	11.13
归母净利润 (亿元)	1133.78	51.73	58.87	82.42	106.26
增长率 (%)	126.61	-54.37	13.80	39.99	28.94
净资产收益率 (%)	39.27	17.86	17.88	21.43	23.30
每股收益(元)	1.73	0.79	0.90	1.26	1.62
PE	4.42	9.68	8.51	6.08	4.71
PB	1.74	1.73	1.52	1.30	1.10

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 同时布局“气煤油”，集上中下游为一体的民营能源企业.....	6
1.1 第一家布局“气煤油”，初步形成煤、气、煤化工、清洁能源、碳捕集与利用的五大产业格局的民营能源企业.....	6
1.2 公司近年来主营业务收入持续上涨，业绩主要受能源价格影响.....	6
1.3 公司营收和毛利主要来源于天然气、煤炭业务.....	8
2. 单位煤炭销售成本显著低于同业公司，自建物流系统降本增效，经营优势显著.....	9
2.1 单位煤炭销售成本显著低于同业公司.....	9
2.2 自建物流系统降本增效，增强疆煤在终端市场的竞争力，经营优势显著.....	9
2.3 产销量持续上涨，支撑未来业绩增长.....	10
3. 天然气业务采取“自产+贸易”模式，成本和价格优势支撑业绩提升.....	11
3.1 业务采取“自产+贸易”模式，价格优势凸显，支撑业绩提升.....	11
3.2 新项目建设稳步推进，天然气销量上涨有望保持.....	12
4. 煤化工产品生产成本低，产销量稳中有增，油价高位震荡下，业绩有望增长.....	13
5. 布局绿色系能源业务，推动煤油气与新能源融合发展，培育新增长点.....	16
6. 资本支出规模稳定，高分红兑现保障股东权益.....	17
6.1 资本支出规模稳定.....	17
6.2 高分红兑现保障股东权益.....	18
7. 公司盈利预测及投资评级：.....	19
8. 风险提示.....	19
相关报告汇总.....	21

## 插图目录

图 1： 广汇能源股权结构清晰.....	6
图 2： 2018-2023 年公司主营业务收入和同比.....	7
图 3： 2018-2023 年公司归母净利润和同比.....	7
图 4： 2018-2023 年公司煤炭的销售收入与毛利.....	7
图 5： 国际煤炭价格.....	7
图 6： 2018-2023 年公司天然气毛利.....	8
图 7： 国内外天然气价格.....	8
图 8： 2023 年公司营业收入分产品销售情况.....	8
图 9： 2023 年公司营业收入分产品占比.....	8
图 10： 2023 年公司毛利分产品销售情况.....	9
图 11： 2023 年公司毛利分产品占比.....	9
图 12： 广汇能源煤炭产业链条.....	9
图 13： 广汇能源煤炭单位销售成本低于同业公司.....	9
图 14： 四大主产区坑口价（元/吨）.....	10
图 15： “将-漳-红”铁路示意图.....	10
图 16： 物流基地示意图.....	10

图 17: 2018-2023 年公司煤炭的产量 .....	11
图 18: 2018-2023 年公司煤炭的销量 .....	11
图 19: 天然气产业及市场布局图 .....	12
图 20: 天然气板块产业链 .....	12
图 21: 中国天然气月度表观消费量 .....	13
图 22: 中国天然气月度进口量 .....	13
图 23: 2018-2023 年公司天然气销量及增速 .....	13
图 24: 煤化工主要产品产量 .....	14
图 25: 煤化工主要产品销量 .....	14
图 26: 国内甲醇期货结算价格 .....	15
图 27: 国内甲醇进口量 .....	15
图 28: 国内甲醇下游需求量 .....	15
图 29: 国内甲醇总供应量 .....	15
图 30: 华东地区乙二醇市场价 .....	16
图 31: 国内乙二醇进口数量 .....	16
图 32: 国内乙二醇总供应量 .....	16
图 33: 国内乙二醇下游消费量 .....	16
图 34: 2018-2023 年公司资本支出 .....	17
图 35: 公司货币资金与资产负债率 .....	18

## 表格目录

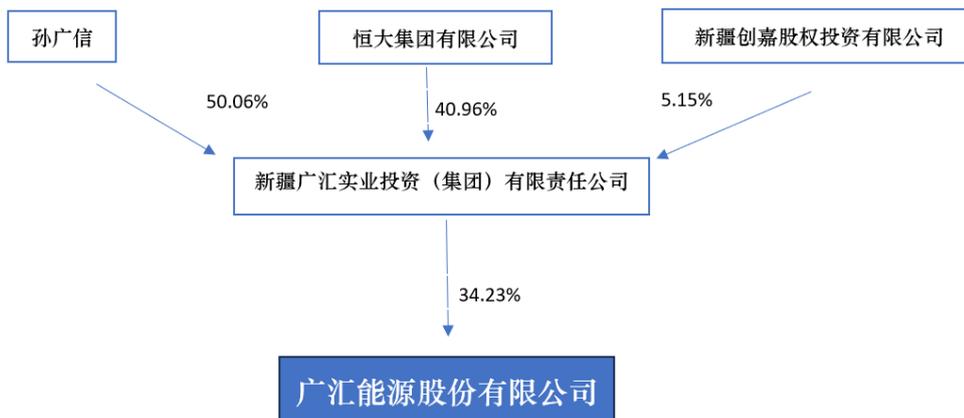
表 1: 2023 年公司煤炭储备情况 .....	11
表 2: 2023 年公司天然气业务经营模式 .....	12
表 3: 煤化工业务项目具有生产成本优势 .....	14
表 4: 绿色能源项目进展 .....	16
表 5: 绿色能源项目优势 .....	17
表 6: 2023 年重要在建项目 .....	18
表 7: 2023 年股利支付率高达 87.90% .....	19
附表: 公司盈利预测表 .....	20

## 1. 同时布局“气煤油”，集上中下游为一体的民营能源企业

### 1.1 第一家布局“气煤油”，初步形成煤、气、煤化工、清洁能源、碳捕集与利用的五大产业格局的民营能源企业

广汇能源股份有限公司（简称“广汇能源”，股票代码“600256”）是第一家同时拥有“煤、油、气”三种资源的民营能源企业。广汇能源成立于1994年，并于2000年5月26日在上交所成立，2012年成功转型为专业化的能源开发上市公司，是国内外第一家同时拥有“煤、油、气”三种资源的企业，同时也是一家集上中下游为一体的大型能源上市公司，初步形成了煤炭、天然气、煤化工、清洁能源、碳捕集与利用的五大产业格局。截至2024年3月18日，公司控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，持有公司的34.23%的股份，公司的实际控制人是孙广信。

图1：广汇能源股权结构清晰

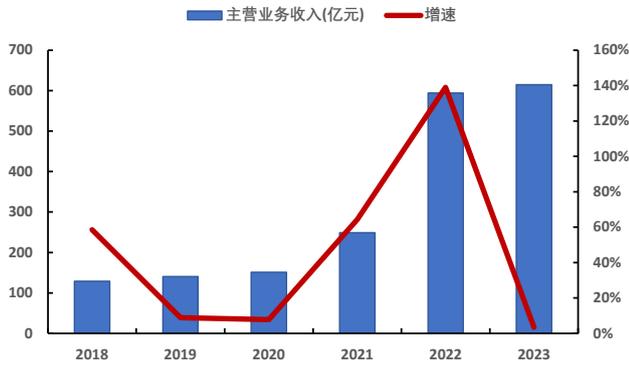


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 1.2 公司近年来主营业收入持续上涨，业绩主要受能源价格影响

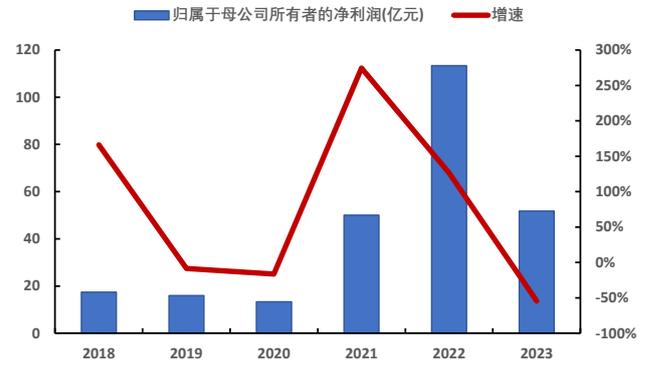
公司主营业收入持续上涨，达近4年最高。受能源价格持续上涨推动，公司近年来营收持续增加，至2023年达近4年（2020-2023年）最高，实现主营业务收入614.75亿元，同比增涨了20.67亿元，涨幅为3.48%。

图2: 2018-2023 年公司主营业务收入和同比



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

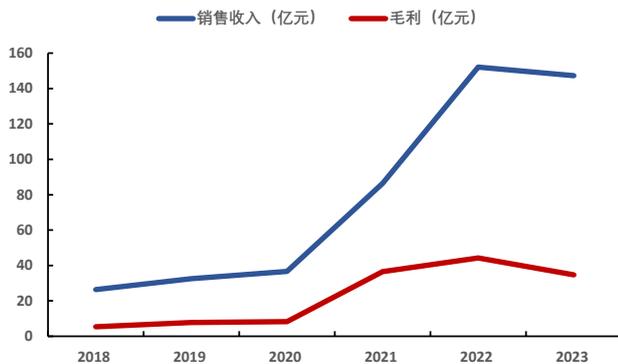
图3: 2018-2023 年公司归母净利润和同比



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

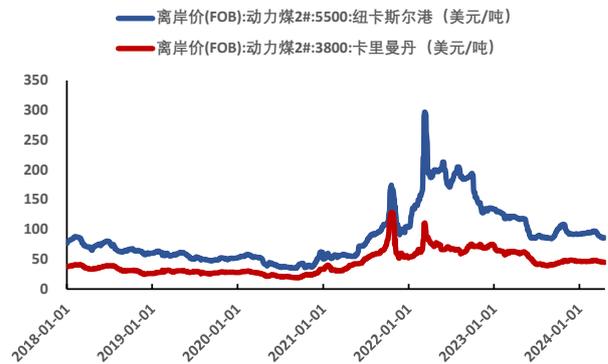
业绩主要受能源价格影响。2023 年受全球能源景气度回落影响, 公司业绩同比下滑。公司归母净利润达到 51.73 亿元, 同比下降了 61.64 亿元, 跌幅为 54.37%。截至 2023 年 12 月 29 日, 澳大利亚纽卡斯尔港 5500 大卡动力煤离岸价、印尼加里曼丹港 3800 大卡动力煤离岸价分别为 92.00、46.80 美元/吨, 分别同比下降了 42.00、26.20 美元/吨, 降幅分别为 31.34%、35.89%。2023 年, 公司煤炭业务销售收入为 147.25 亿元, 毛利为 34.68 亿元, 同比分别下降了 4.93 亿元、9.53 亿元, 降幅分别为 3.24%、21.56%。截至 2024 年 3 月, 天然气价格回落, 广汇启东 LNG 出厂价、LNG 到岸价分别为 5753.87 元/吨、9.15 美元/百万英热, 分别同比下降 36.66%、76.75%。2023 年, 公司天然气业务毛利为 31.12 亿元, 同比下跌 40.80 亿元, 降幅为 56.73%。

图4: 2018-2023 年公司煤炭的销售收入与毛利



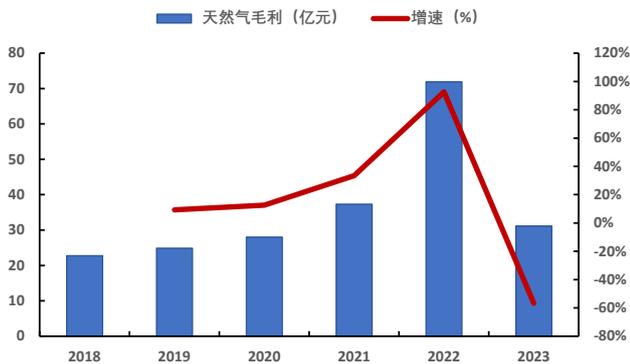
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图5: 国际煤炭价格



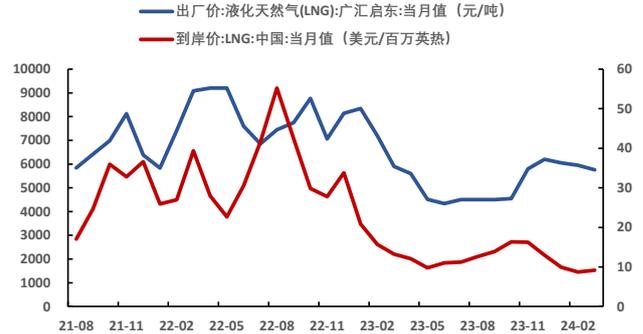
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 2018-2023 年公司天然气毛利



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: 国内外天然气价格

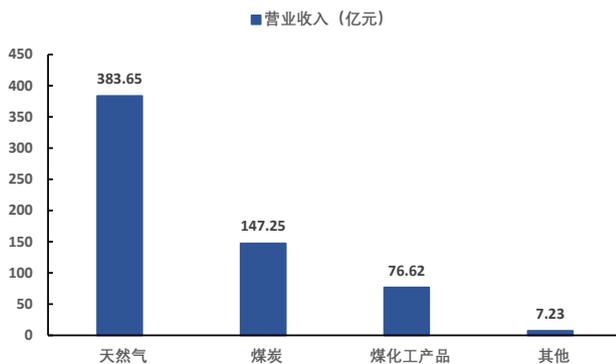


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

### 1.3 公司营收和毛利主要来源于天然气、煤炭业务

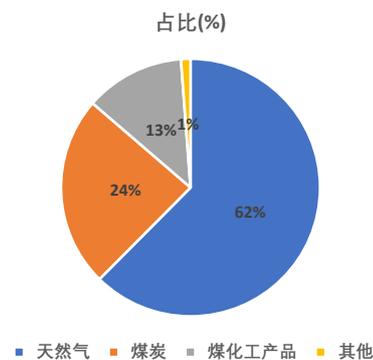
公司营收和毛利主要来源于天然气、煤炭业务。2023 年公司天然气、煤炭、煤化工、其他业务的营业收入分别为 383.65 亿元、147.25 亿元、76.62 亿元、7.23 亿元，分别同比增长 39.03 亿元、-4.93 亿元、-11.11 亿元、-2.32 亿元，涨幅分别为 11.32%、-3.24%、-12.67%、4.29%，其中天然气营业收入增长。2023 年公司天然气、煤炭、煤化工、其他营业收入分别占总营业的 64.58%、24.79%、12.90%、1.22%，其中天然气业务就占总营收的一半以上。2023 年公司天然气、煤炭、煤化工、其他业务毛利分别为 31.12 亿元、51.07 亿元、18.12 亿元、0.17 亿元，分别占总毛利的 20.97%、50.83%、18.03%、0.17%，其中煤炭业务就占总毛利的一半以上。

图8: 2023 年公司营业收入分产品销售情况



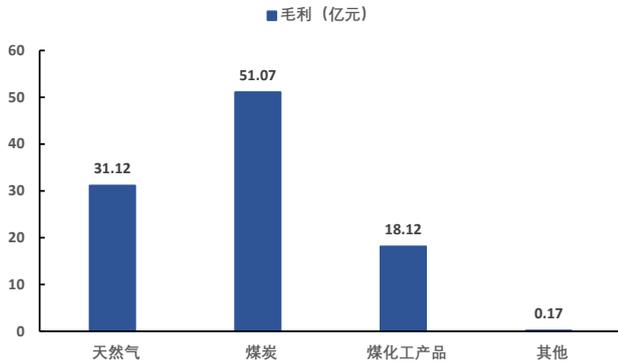
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 2023 公司营业收入分产品占比



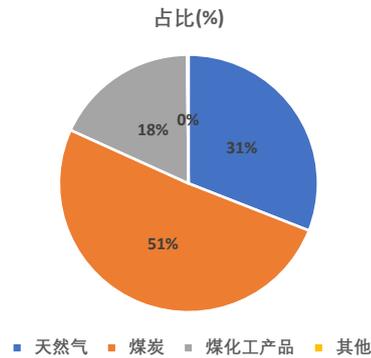
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 2023 年公司毛利分产品销售情况



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 2023 公司毛利分产品占比



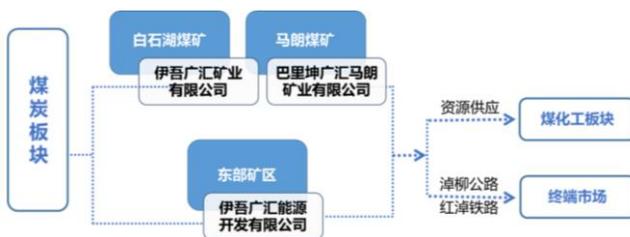
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 2. 单位煤炭销售成本显著低于同行业公司, 自建物流系统降本增效, 经营优势显著

### 2.1 单位煤炭销售成本显著低于同行业公司

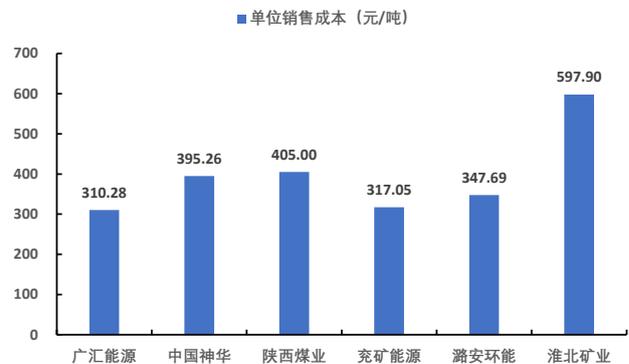
公司单位煤炭销售成本显著低于同行业公司。公司煤炭资源地处新疆哈密淖毛湖地区, 包括三大矿区: 白石湖矿区、马朗矿区、东部矿区, 公司拥有的煤炭项目总体呈现开采难度低、成本低以及安全程度高的“两低一高”优势。同时公司所拥有的煤矿资源地处新疆东大门, 且公司同步自建淖柳公路、红淖铁路及柳沟物流中转基地, 大大降低运输和仓储成本, 具有较强的成本竞争优势。2023 年, 公司煤炭单位销售成本为 310.28 元/吨, 同比下降了 7.70 元/吨, 降幅为 2.42%。相较于同业其他公司 (中国神华、陕西煤业、兖矿能源、潞安环能、淮北矿业煤炭单位销售成本分别为 395.26 元/吨、405.00 元/吨、317.05 元/吨、347.69 元/吨、597.90 元/吨), 具有显著的成本优势。

图12: 广汇能源煤炭产业链条



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图13: 广汇能源煤炭单位销售成本低于同行业公司



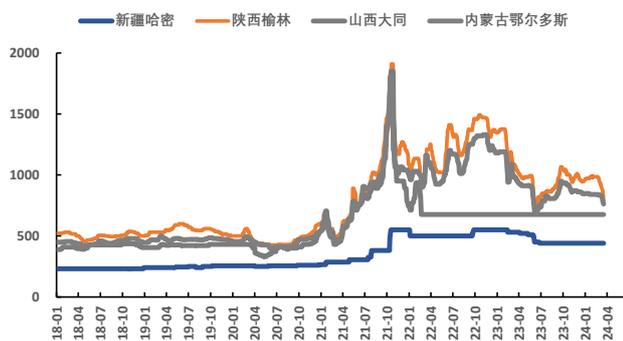
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 2.2 自建物流系统降本增效, 增强疆煤在终端市场的竞争力, 经营优势显著

公司布局上游疆煤外运黄金通道——“将-淖-红”铁路, 改变疆煤外运区域煤炭供应格局。公司煤炭基地主要位于新疆哈密地区, 新疆煤炭资源具有储量大、热值高、分布集中、煤层赋存条件好、开采成本低、增产响

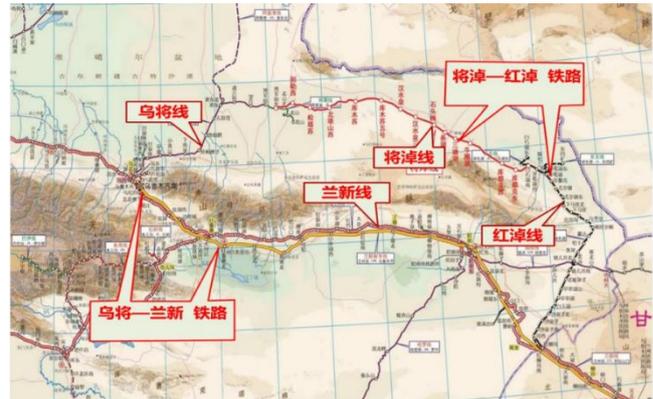
应快等特点。新疆坑口价格明显低于其他三个主产区, 2024年3月18日, 新疆哈密、陕西榆林、山西大同、内蒙古鄂尔多斯的坑口价分别为440元/吨、790元/吨、675元/吨、760元/吨。公司布局“将-淖-红”铁路, 解决距离煤炭消费终端较远、运输成本高的问题。公司自建铁路将有力保障新疆两个最主要的煤炭基地——哈密地区和准东地区煤炭外运力度, 保通保畅; 同时实现哈密地区和准东地区诸多储量丰富的矿区有效串联。

图14: 四大主产区坑口价(元/吨)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图15: “将-淖-红”铁路示意图



资料来源: 《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要》, 五矿证券; 东兴证券研究所

布局下游综合能源物流基地, 与上游铁路连接, 形成完整的能源物流体系。公司利用物流基地合理分配淡旺季煤炭储备, 调节季节差异带来的市场需求, 并且是通过“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。物流基地项目包括广元综合能源物流基地、柳沟综合能源物流基地、宁东综合能源物流基地。

图16: 物流基地示意图

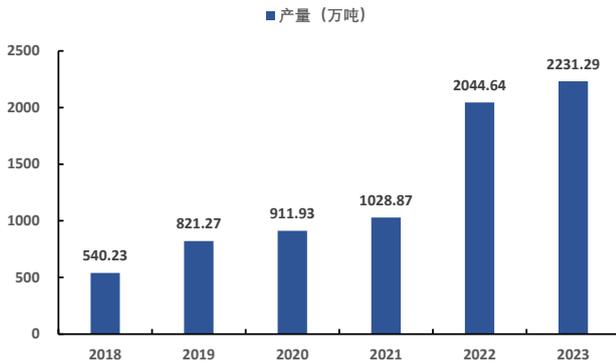


资料来源: 《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要》, 五矿证券; 东兴证券研究所

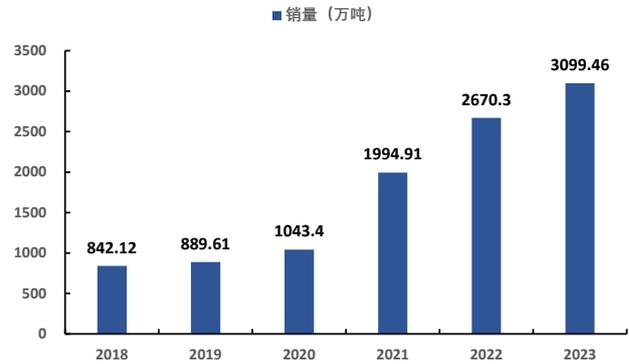
## 2.3 产销量持续上涨, 支撑未来业绩增长

产销量持续上涨, 马朗煤矿复产释放产能, 有望带动未来业绩增长。2023年, 公司煤炭总产量为2231.29万吨, 同比上涨186.65万吨, 涨幅为9.13%; 煤炭总销量为3099.46万吨, 同比上涨429.16万吨, 涨幅为

16.07%。公司在新疆区域拥有充足的、高质量的煤炭资源,可作为优质的原料煤和动力煤,通过规模化开采,实现自给自足和对外销售,保证内需外供。其中马朗煤矿手续办理取得进展,项目获得国家能源局实施产能置换批复并赋码,马朗煤矿煤炭可采储量有 1298.04 百万吨,预计产量将增加,支撑未来业绩增长。

**图17: 2018-2023 年公司煤炭的产量**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**图18: 2018-2023 年公司煤炭的销量**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**表1: 2023 年公司煤炭储备情况**

主要矿区	主要煤种	资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖堪查区井田勘探	长焰煤	969.17	969.17
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖露天煤矿	长焰煤	803.73	631.01
新疆伊吾淖毛湖煤田东部勘查区	长焰煤-不粘煤	2952.97	2952.97
新疆伊吾淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	长焰煤-不粘煤	61.84	60.35
新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗露天勘查区	长焰煤	720.68	506.09
新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号井田	长焰煤	1088.15	791.95
合计	-	6596.54	5911.54

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 3. 天然气业务采取“自产+贸易”模式, 成本和价格优势支撑业绩提升

#### 3.1 业务采取“自产+贸易”模式, 价格优势凸显, 支撑业绩提升

公司天然气业务采取“自产+贸易”模式。哈密煤化工工厂所产 LNG 来源煤制甲醇项目,其煤炭原料来自公司自有矿区,具有成本低、供应稳定的优势。贸易气方面,公司主要是外购气主要依托江苏南通港吕四港区 LNG 接收站开展 LNG 贸易,通过贸易价差获得利润,近年来外购气比例逐步增加。公司外购气坚持实施“2+3”运营模式,即两种运输模式,包括“液进液出”和“液进气出”;三种盈利模式,包括境内贸易、接卸服务、国际贸易。

自产 LNG 综合生产成本低,外购气利用长协锁定低价气源,价格优势凸显,利润弹性高。自产气方面,哈密煤化工工厂所产 LNG 来源煤制甲醇项目,综合生产成本低。贸易气方面,公司利用长协锁定低价气源,

价格优势明显。2019年4月, 公司与道达尔签订了《LNG购销协议》, 期限为10年, 供货量为70万吨/年。而2019年国际油价正处于低价, 故协议的LNG的采购成本低, 利润弹性高。

表2: 2023年公司天然气业务经营模式

经营模式	工厂
生产模式	<p>哈密新能源工厂 以煤炭为原料, 经碎煤气化加压是煤炭转化为天然气, 再通过液化处理形成煤制LNG产品</p> <p>江苏南通港吕四港区 LNG接收站 引进海外LNG资源, 通过贸易价差, 实现利润</p>
采购模式	<p>哈密新能源工厂 自产LNG所需原材料来自淖毛湖地区公司资源煤矿</p> <p>江苏南通港吕四港区 LNG接收站 开展LNG贸易</p>

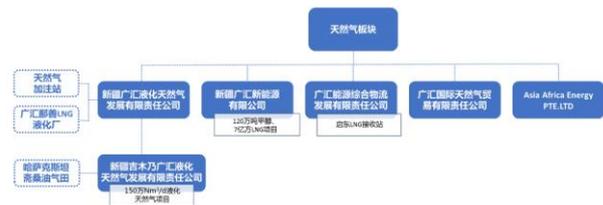
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图19: 天然气产业及市场布局图



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图20: 天然气板块产业链

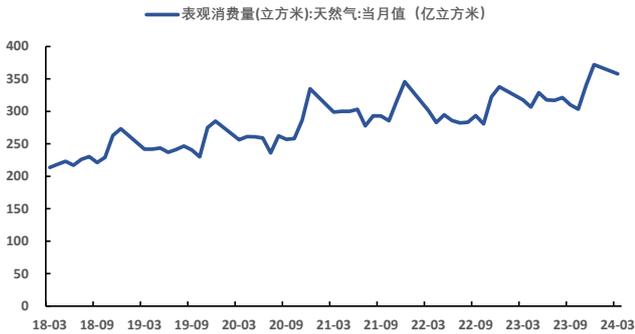


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 3.2 新项目建设稳步推进, 天然气销量上涨有望保持

国内天然气需求复苏, 天然气销量有望继续上涨。国内受益于经济持续恢复向好、扩内需政策效果不断显现等因素, 天然气消费恢复向好。2023年, 中国天然气表观累计消费量为3855.41亿立方米, 同比上涨了260.82亿立方米, 涨幅为7.26%; 中国天然气累计进口量为11997.12万吨, 同比上涨了1072.35万吨, 涨幅为9.82%。2023年公司天然气销售量大幅上涨, 公司天然气销量为868426.24万方, 同比增长了205463.88万方, 涨幅为30.99%, 在国内天然气需求复苏的背景下, 公司天然气销量有望继续上涨。

图21: 中国天然气月度表观消费量



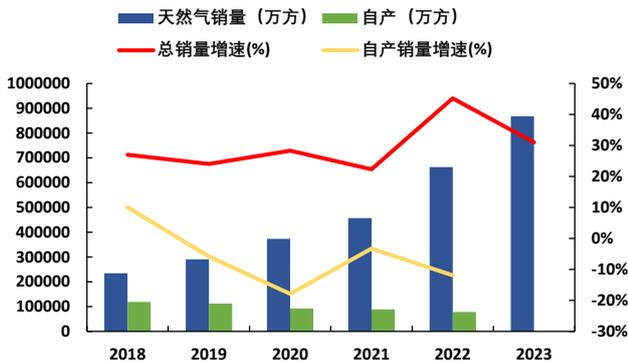
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图22: 中国天然气月度进口量



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图23: 2018-2023 年公司天然气销量及增速



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

新项目建设稳步推进, LNG 接受站周转能力扩张, 将带动贸易气销量上涨。江苏南通港吕四港区 LNG 接收站项目建设进展有序推进。2023 年, 6#20 万方储罐项目竣工验收, 2#泊位建设项目报告已编制完成。公司 LNG 接收站周转能力扩张, 将带动公司贸易气销量规模大幅上涨。

#### 4. 煤化工产品生产成本低, 产销量稳中有增, 油价高位震荡下, 业绩有望增长

煤化工产品生产成本低, 油价高位震荡下, 业绩有望增长。公司煤化工生产所需的原材料主要来源于自产煤炭, 公司充沛的煤炭储量, 成本较低。公司煤化工业务项目主要有新能源煤制甲醇联产 LNG 项目、清洁炼化项目、乙二醇项目、硫化项目等, 生产所需原材料多来自于公司自产煤炭和其他副产品, 油价高位震荡下, 业绩有望增长。

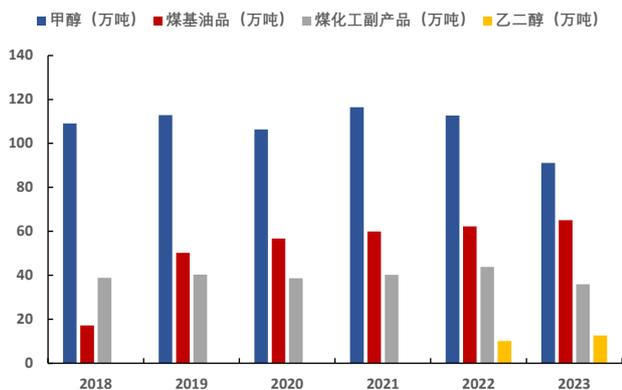
表3: 煤化工业务项目具有生产成本优势

项目	生产成本
新能源煤制甲醇 联产 LNG 项目	生产原料煤主要来自公司自有的坑口煤矿, 以露天开采方式, 自给自足, 运距短, 综合成本低, 采用碎煤加压气化生产工艺, 生产出 甲醇、LNG 及十种以上副产品, 组合经济效益较大
清洁炼化项目	建立“煤-化-油”的生产模式, 主要产品为煤焦油及提质煤。其副产的荒煤气一是用作制氢气源, 二是用作生产乙二醇
乙二醇项目	项目首次将“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 亿方, 有效节省标煤 60 万吨, 每年可直接减排二氧化碳 60 万吨, 间接减排二氧化碳 170 万吨。
硫化项目	采用国内首创的甲硫醇硫化法精细生产二甲基二硫 (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。

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

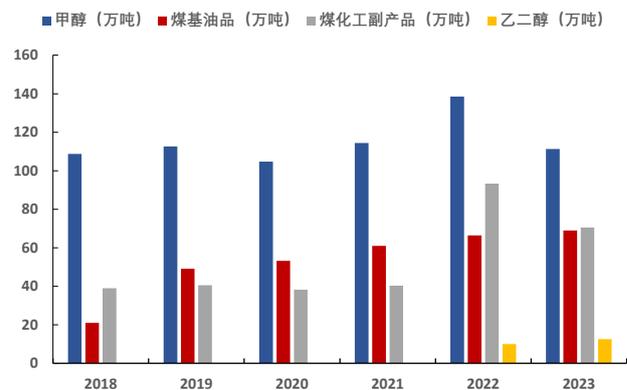
公司自产煤基油品与乙二醇产销量稳中有增。公司目前煤化工产业链完整, 产品种类丰富, 公司煤化工产业产品主要包括甲醇、提质煤、煤焦油以及煤化工副产品、乙二醇等。2023 年, 公司甲醇、煤基油品、煤化工副产品、乙二醇产量分别为 91.09 万吨、65.02 万吨、35.92 万吨、12.58 万吨, 同比分别上涨-19.13%、4.40%、-17.98%、24.93%; 销量分别为 111.30 万吨、68.96 万吨、70.50 万吨、12.58 万吨, 分别同比上涨-19.63%、3.72%、-24.44%、24.93%。其中甲醇、煤化工副产品产销量有所下降, 主要是因为蒸汽锅炉轮检的影响。

图24: 煤化工主要产品产量



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图25: 煤化工主要产品销量



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

国内甲醇需求复苏, 甲醇价格有望维持高价。2023 年受国家政策影响, 国内甲醇供需增速有所放缓, 全年甲醇价格先跌后涨, 整体有所回落, 甲醇行业处于阶段性供大于求的市场格局。24 年国内经济持续复苏为甲醇下游需求增长带来一定支撑, 甲醇价格有望维持高价。2023 年, 国内甲醇期货全年均价为 2423.83 元/吨, 同比下降 282.83 元/吨, 跌幅为 10.45%; 甲醇累计进口量为 1455.30 万吨, 同比增长 236.01 万吨, 涨幅为 19.26%。2024Q1, 国内甲醇下游消费量为 2452.48 万吨, 同比上涨 594.90 万吨, 涨幅为 32.02%; 国内甲醇供应量为 2624.59 万吨, 同比上涨 337.02 万吨, 涨幅为 14.73%。

图26: 国内甲醇期货结算价格



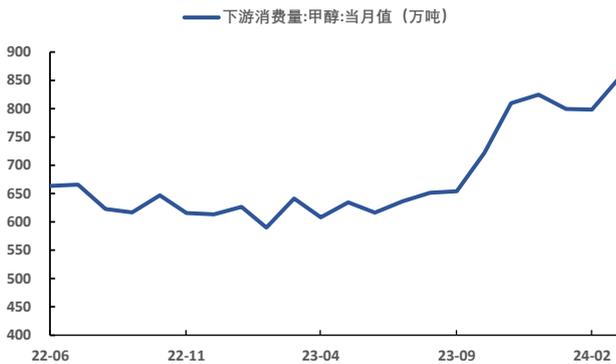
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图27: 国内甲醇进口量



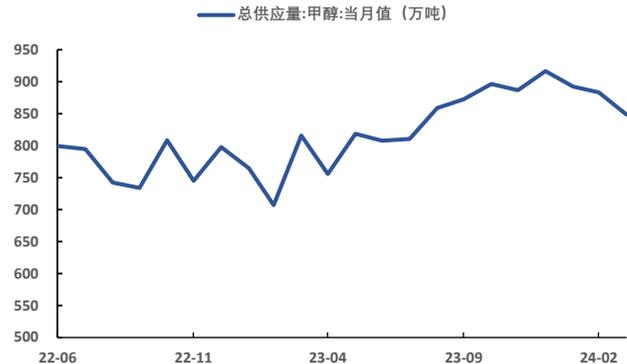
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图28: 国内甲醇下游需求量



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图29: 国内甲醇总供应量



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**乙二醇供需结构改善, 价格有望小幅上行。**乙二醇生产原料高度依赖石油资源, 以石油为基础原料的合成纤维约占90%。截至2023年底, 华东乙二醇全年均价为4104.35元/吨, 同比下降469.67元/吨, 跌幅为10.27%; 乙二醇累计进口数量大715万吨, 同比下降36万吨, 跌幅为4.79%。2024Q1, 国内乙二醇下游累计消费量为604.31万吨, 同比增长122.92万吨, 涨幅为25.53%; 累计供应量为624.95万吨, 同比增长89.62万吨, 涨幅为16.74%。预计2024年乙二醇在供需结构改善的基本面因素推动下, 以及原油相对高价的成本支撑其市场价格存小幅上行预期。

图30: 华东地区乙二醇市场价



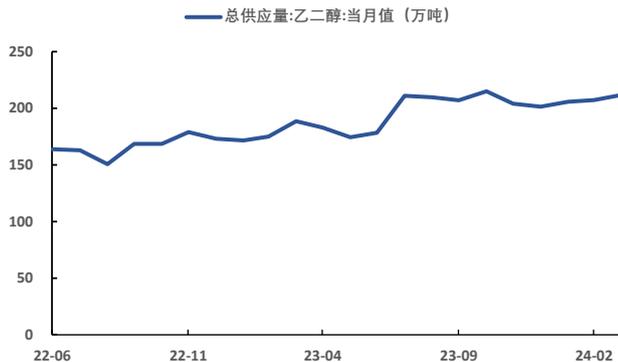
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图31: 国内乙二醇进口数量



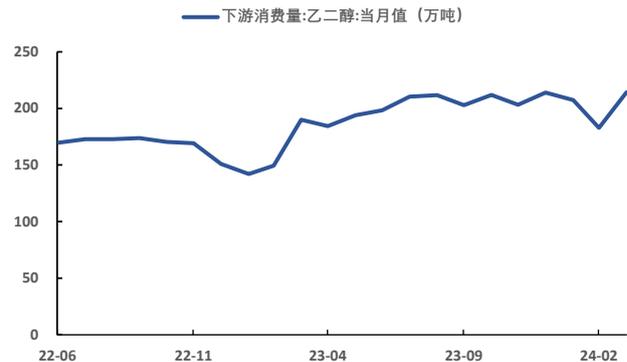
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图32: 国内乙二醇总供应量



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图33: 国内乙二醇下游消费量



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 5. 布局绿色系能源业务, 推动煤油气与新能源融合发展, 培育新增长点

绿色能源业务项目稳步推进, 培育新增长点。二氧化碳捕集 (CCUS) 及驱油业务的一期建设 10 万吨/年示范项目于 2023 年 3 月中旬机械竣工, 并于 11 月 6 日开始稳定运行, 300 万吨/年 CCUS 项目于 12 月 12 日开始逐步启动各类前期手续办理。绿电制氢与氢能一体化示范项目, 10 辆配套氢能重卡牵引车已投入使用。

表4: 绿色能源项目进展

项目	项目进展
二氧化碳捕集 (CCUS) 及驱油项目	一期建设 10 万吨/年示范项目 该项目已于 2023 年 3 月中旬机械竣工, 于 3 月 25 日顺利产出合格液态二氧化碳产品, 进入试运行阶段; 于 9 月 8 日通过安全生产许可证首次取证核查, 并于 11 月 6 日取得哈密市应急管理局颁发的安全生产许可证, 目前装置稳定运行。
	300 万吨/年 CCUS 项目 项目已完成水土保持报告的编制工作, 水资源证、社会稳定评价报告初稿已完成。
绿电制氢与氢能一体示范项目	配套氢能重卡: 10 辆氢能重卡牵引车已上牌, 现已投入场景使用。

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**煤油气与新能源融合发展。**氢能方面, 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。二氧化碳捕集及驱油方面, 一是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; 二是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, 源汇匹配性良好, 具备开展大型 CCUS-EOR 项目的巨大优势。

**表5: 绿色能源项目优势**

项目	优势类别	具体优势
氢能	成本优势	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
	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
二氧化碳捕集及驱油	成本优势	是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
	应用场景优势	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, 源汇匹配性良好, 具备开展大型 CCUS-EOR 项目的巨大优势

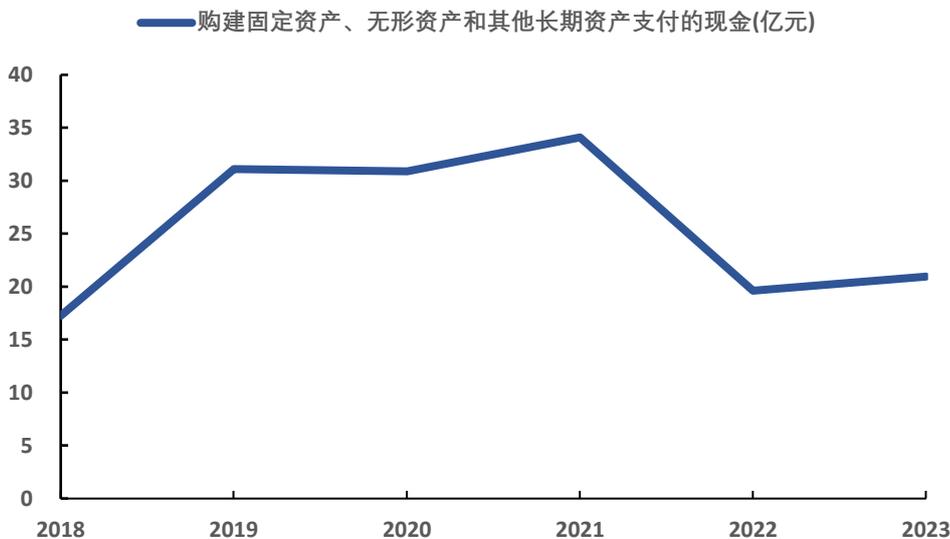
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 6. 资本支出规模稳定, 高分红兑现保障股东权益

### 6.1 资本支出规模稳定

2023 年, 公司资本支出 20.92 亿元, 同比上涨了 1.30 亿元, 涨幅为 6.65%。截至 2023 年, 公司重要在建工程项目剩余支出 89.63 亿元, 公司资本支出规模稳定。

**图34: 2018-2023 年公司资本支出**



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

表6: 2023年重要在建项目

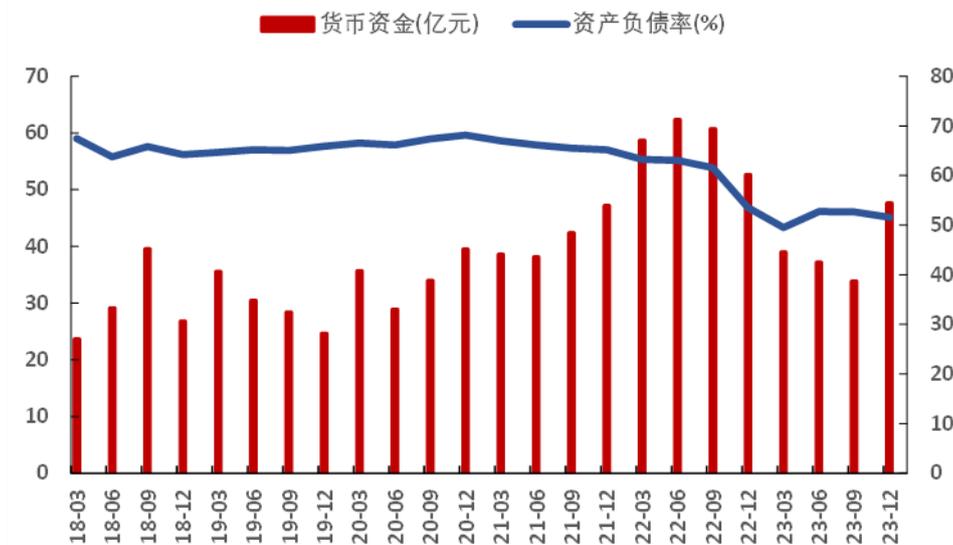
项目名称	预算数 (亿元)	期初余额 (亿元)	期末余额 (亿元)	工程进度 (%)	剩余支出 (亿元)
启东港口工程项目	6.51	2.50	4.07	65.23	2.27
哈密煤炭分级提质综合利用项目	12.12	7.05	5.42	57.64	5.13
石油勘探项目	84.20	4.35	4.43	47.29	44.38
巴里坤马朗矿项目	37.49	5.00	9.67	26.19	27.67
伊吾矿业工程项目	25.21	1.74	16.19	68.58	7.92
哈密新能源煤化工项目及技改项目	10.85	7.48	6.63	79.25	2.25
合计	176.38	28.12	46.41	/	89.62

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 6.2 高分红兑现保障股东权益

2021-2023年, 公司实施现金分红金额合计 131.70 亿元 (含公司实施股份回购所支付的金额), 占近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 199.04%, 已满足并超过相关制度有关现金分红比例的规定及公司现金分红承诺约定。2023年, 公司拟分配现金红利总额为 45.47 亿元 (含税), 占公司 2023 年度归属于上市公司股东的净利润比例为 87.90%。公司发布《关于提高公司未来三年(2022-2024)年度现金分红比例的公告》, 拟将 2022-2024 年度的现金分红比例大幅度提高为: “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)”。故鉴于公司有保持较高分红比例回报股东的传统, 在保证稳定持续的资本支出的情况下, 未来有望持续保持。

图35: 公司货币资金与资产负债率



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**表7: 2023 年股利支付率高达 87.90%**

年度	已现金分红总额 (亿元)	归母净利润 (亿元)	股利支付率 (%)
2016	1.57	2.06	76.19
2017	3.37	6.55	51.40
2018	6.79	17.44	38.96
2021	26.24	50.03	52.46
2022	51.97	113.38	45.84
2023	45.47	51.73	87.90

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 7. 公司盈利预测及投资评级:

我们推荐广汇能源基于以下四个方面: 1) 公司拥有优质煤炭资源且马朗煤矿产能释放空间较大, 开采成本低, 单位煤炭销售成本显著低于同行业公司, 自建物流系统降本增效, 经营优势显著。2) 天然气业务采取“自产+贸易”模式, 成本和价格优势支撑业绩提升。3) 公司煤化工工业和绿色系能源项目借助自身“煤气油”资源, 拥有较强的成本优势, 在下游需求持续恢复叠加油价高位震荡的背景下, 有望增长业绩。4) 公司保持高股息高分红, 在保证稳定持续的资本支出的情况下, 未来有望持续保持。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 659.62、745.76、828.75 亿元, 归母净利润分别为 58.87、82.42、106.26 亿元, 每股收益分别为 0.90、1.26、1.62 元, 当前股价 7.63 元, 对应 PE 分别为 8.51、6.08、4.71。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

## 8. 风险提示

(1) 国际政治经济因素变动风险; (2) 煤炭、原油及天然气价格波动产生的风险; (3) 汇率波动及外汇管制的风险; (4) 煤油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

附表: 公司盈利预测表

	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	16258.82	13290.74	29712.92	41923.45	55678.09	<b>营业收入</b>	59408.73	61475.13	65961.84	74576.39	82874.82				
货币资金	5264.02	4760.47	15205.76	25620.73	37667.89	<b>营业成本</b>	42397.87	51426.97	54762.79	60432.90	65532.97				
应收账款	5865.28	3578.91	7249.73	8196.54	9108.60	营业税金及附加	778.78	649.98	1017.55	1150.44	1278.46				
其他应收款	540.96	492.34	202.93	733.15	828.90	营业费用	316.59	272.43	490.41	554.45	616.15				
预付账款	1736.74	1732.95	1433.12	1620.28	1800.58	管理费用	642.33	569.47	890.77	1007.10	1119.17				
存货	1560.00	1351.34	3357.79	3705.46	4018.17	财务费用	1004.55	922.21	449.14	77.01	-61.88				
其他流动资产	1340.44	1664.14	1733.37	1951.55	2161.72	研发费用	397.22	307.00	560.63	633.85	704.38				
<b>非流动资产合计</b>	45316.62	45272.76	39508.82	33690.78	27733.07	资产减值损失	-464.44	-223.24	-472.97	-534.74	-594.25				
长期股权投资	1452.22	1748.90	1721.49	1694.08	1666.67	公允价值变动收益	-8.77	-6.41	0.00	0.00	0.00				
固定资产	28729.06	27686.91	24104.51	20381.82	16518.83	投资净收益	272.05	-106.91	36.68	36.68	36.68				
无形资产	6524.11	7027.04	5855.86	4684.69	3513.52	加: 其他收益	66.62	107.92	68.18	68.18	68.18				
其他非流动资产	4778.54	3435.53	3348.72	3348.10	3347.48	<b>营业利润</b>	13736.86	7098.43	7422.44	10290.76	13196.19				
<b>资产总计</b>	61575.44	58563.49	69221.74	75614.23	83411.16	营业外收入	30.82	22.59	20.42	20.42	20.42				
<b>流动负债合计</b>	23627.33	21697.19	30913.83	34176.00	37129.12	营业外支出	36.93	651.85	270.12	270.12	270.12				
短期借款	8671.18	10442.75	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	13730.75	6469.17	7172.74	10041.05	12946.49				
应付账款	4416.73	2800.31	12409.40	13694.26	14849.95	所得税	2574.41	1545.45	1474.39	2063.99	2661.21				
其他流动负债	10539.43	8454.12	18504.43	20481.73	22279.16	<b>净利润</b>	11156.34	4923.72	5698.35	7977.07	10285.28				
<b>非流动负债合计</b>	9337.18	8495.28	6167.48	4021.06	2061.27	少数股东损益	-181.31	-249.58	-188.93	-264.48	-341.01				
长期借款	7517.84	6461.86	4134.06	1987.64	27.85	归属母公司净利润	11337.66	5173.30	5887.28	8241.55	10626.29				
其他非流动负债	1819.34	2033.42	2033.42	2033.42	2033.42	<b>主要财务比率</b>									
<b>负债合计</b>	32964.51	30192.46	37081.31	38197.06	39190.38		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E				
少数股东权益	-258.09	-594.27	-783.20	-1047.68	-1388.69	<b>成长能力</b>	0	0	0	0	0				
实收资本 (或股本)	6565.76	6565.76	6565.76	6565.76	6565.76	营业收入增长 (%)	138.93	3.48	7.30	13.06	11.13				
资本公积	162.38	169.28	169.28	169.28	169.28	营业利润增长 (%)	125.27	48.33	4.56	38.64	28.23				
未分配利润	22140.89	22230.27	26188.59	31729.82	38874.43	归属于母公司净利润增长 (%)	126.81	-54.37	-48.33	39.99	28.94				
归属母公司股东权益合计	28869.02	28965.30	32923.63	38464.85	45609.46	<b>获利能力</b>	126.61%	-54.37%	13.80%	39.99%	38.64%				
<b>负债和所有者权益</b>	61575.44	58563.49	69221.74	75614.23	83411.16	毛利率 (%)	28.63	16.35	16.98	18.97	20.93				
<b>现金流量表</b>						净利率 (%)	7.0	18.78	8.01	8.64	10.70				
						营业利润率 (%)	18.41	8.83	16.38	16.98	12.74				
						ROE (%)	39.27	17.86	17.88	21.43	23.30				
<b>经营活动现金流</b>	10127.90	6574.80	25493.05	15237.84	17325.87	<b>偿债能力</b>									
净利润	11156.34	4923.72	5813.42	8092.14	10400.35	资产负债率 (%)	54.18	52.88	54.83	51.85	47.10				
折旧摊销	1741.09	2001.73	5650.33	5790.63	5930.30	流动比率	0.39	0.61	0.69	0.78	1.50				
财务费用	1004.55	922.21	449.14	77.01	-61.88	速动比率	0.49	0.40	0.75	1.02	1.29				
投资损失	-272.05	106.91	-36.68	-36.68	-36.68	<b>营运能力</b>									
营运资金变动	-4052.20	-1785.96	13682.51	1466.61	1245.64	总资产周转率	0.96	1.05	0.95	0.99	0.99				
其他经营现金流	550.18	406.19	-65.66	-151.85	-151.85	应收账款周转率	20.89	31.32	0.61	21.08	21.08				
<b>投资活动现金流</b>	-382.53	-976.36	100.88	100.88	100.88	应付账款周转率	15.40	20.47	7.75	7.75	7.75				
资本支出	1957.68	1878.87	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>									
长期投资	-916.69	-113.17	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	1.73	0.79	0.90	0.90	1.62				
其他投资现金流	-1423.51	-2742.06	100.88	100.88	100.88	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.28	0.75	1.05	1.84	0.90				
<b>筹资活动现金流</b>	-7815.41	-5433.22	-15148.64	-4923.75	-5379.59	每股净资产 (最新摊薄)	4.40	4.41	5.01	5.86	6.95				
短期借款增加	-823.76	1771.58	-10442.75	0.00	0.00	<b>估值比率</b>									
长期借款增加	-2354.60	-1055.98	-2327.80	-2146.42	-1959.79	P/E	4.42	9.68	20.47	8.51	4.71				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.07	1.73	0.00	1.52	1.00				
资本公积增加	107.72	6.90	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	4.56	6.72	3.37	2.06	1.02				
<b>现金净增加额</b>	1914.45	162.13	10445.29	10414.9	12047.16		1.73	0.79	0.90	0.90	1.26				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	石油石化行业: 油价持续上行, 中美可运营产能利用率有所提升	2024-04-25
行业普通报告	石油石化行业: 油价继续上行, 国内天然气价上涨	2024-03-28
行业普通报告	石油石化行业: 全球原油减产, 欧美天然气价跌去库存量明显	2024-03-05
行业普通报告	石油石化行业: OPEC 继续减产, 油价有望持续上涨	2024-01-30
行业普通报告	石油石化行业: 油价下跌, OPEC 原油产量减少, 国内 LNG 出厂价格上涨	2024-01-04
行业普通报告	石油石化行业报告: 欧美天然气价继续上行, 全球原油产量持平	2023-10-30
行业普通报告	石油石化行业报告: 供需偏紧, 油价有望持续上涨, 天然气价上涨	2023-09-26
行业普通报告	石油石化行业报告: 全球原油减产和成品供应量缩减支持高油价, 欧洲天然气价格上涨	2023-08-29

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 6年投资研究经验, 2015-2018年就职于广发证券发展研究中心, 2019年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 研究助理简介

### 莫文娟

能源行业研究助理, 博士, 2019-2020年美国康奈尔大学访问学者, 从事生物质能源工作。2022年加入东兴证券, 主要覆盖能源开采与转型、有色金属、碳中和等领域的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526