

报告摘要

事项:

公司发布 2022 半年度业绩预增公告，预计 2022 年上半年实现归母净利润为 50.63-51.63 亿元，同比增长 260%-267%。其中 Q2 单季度实现归母净利润 28.5-29.5 亿元，同比增长 372%-388%，环比增长 29%-33%，再次刷新公司单季度业绩新高。

国信化工观点:

1)产销增长与能源价格上涨共振，带动公司业绩持续增长;2)下半年继续关注马朗煤矿以及接收站的扩张，有望带动煤炭和 LNG 业务超预期增长;3)转让铁路股权，主业更加集中。由于二季度以来能源价格涨幅超我们预期，以及马朗煤矿进展顺利(业绩增长主要体现在 23-24 年)，我们相应提升公司净利润预测，预计 22-24 年公司归母净利润为 107/136/182 亿元(原值为 91/104/108，且均为考虑铁路资产出售带来的收益)，EPS 为 1.63/2.06/2.77 元 / 股，对应 PE 为 5.9/4.7/3.5x，维持“买入”评级。

风险提示：

能源价格下跌，在建项目进度不达预期等。

投资建议：

由于二季度以来能源价格涨幅超我们预期，以及马朗煤矿进度有望超预期(业绩增长主要体现在 23-24 年)，我们相应提升公司净利润预测，预计 22-24 年公司归母净利润为 107/136/182 亿元(原值为 91/104/108，且均为考虑铁路资产出售带来的收益)，EPS 为 1.63/2.06/2.77 元 / 股，对应 PE 为 5.9/4.7/3.5x，维持“买入”评级。



产销增长与能源价格上涨共振，带动公司业绩持续增长

2022 年上半年，公司产品产销两旺，并且在地缘风险、能源紧缺的大背景下，公司产品价格在不断上涨，推动了业绩的持续上行。

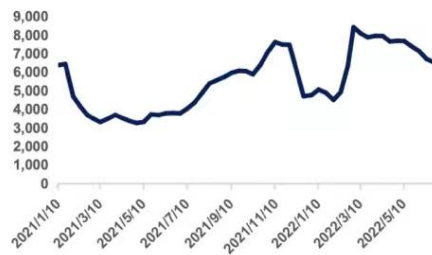
液化天然气 LNG:1-5 月，公司 LNG 销量同比基本持平，销售均价同比增长 83.96%;6 月，预计公司 LNG 销量同比增长 42.40%，全国 LNG 市场销售均价同比增长 73.04%，公司 LNG 销售均价同比增长 142.10%。

煤炭:1-5 月，公司煤炭外销量同比增长 31.59%，销售均价同比增长 69.70%。6 月，预计公司煤炭外销量同比增长 57.54%，全国煤炭市场销售价格均价同比增长 19.66-34.19%，公司各细分品种煤炭市场销售价格同比增长 53.81-121.95%。

甲醇:1-5 月，公司甲醇销量同比基本持平，销售均价同比增长 28.59%。6 月，预计公司甲醇销量同比增长 6.64%，西北市场甲醇销售均价同比增长 16.06%，公司甲醇销售均价同比增长 24.38%。

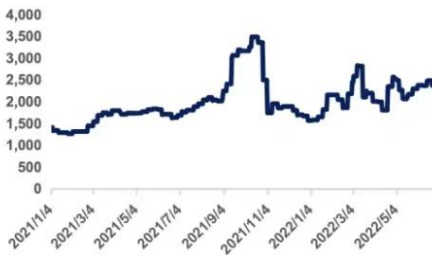
煤基油品(煤焦油):1-5 月, 公司煤焦油销量同比增长 18.08%, 销售均价同比增长 80.24%。6 月, 预计 公司煤焦油销量同比增长 116.64%, 国内中温煤焦油陕西市场销售均价同比增长 53.89%, 公司煤焦油销售 均价同比增长 71.54%。

图1: LNG 价格走势 (元/吨)



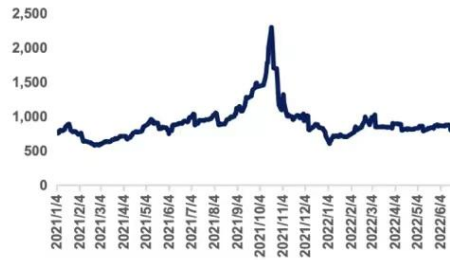
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 甲醇价格走势 (元/吨)



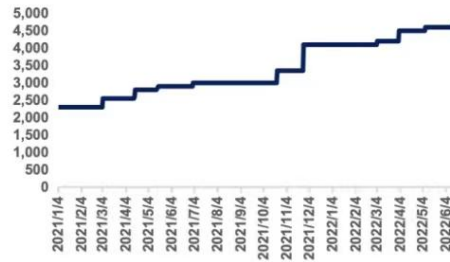
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 动力煤价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 煤焦油价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

下半年继续关注马朗煤矿以及接收站的扩张，有望带动煤炭和 LNG 业务超预期增长

根据公司公告，为进一步加速马朗煤矿整体开发的实质进展，公司出资 20 亿人民币成立巴里坤广汇马朗矿业有限公司，主营马朗煤矿开发、运营等业务。马朗煤矿资源储量丰富，煤层总体属低灰分、高~特高挥发分、特低硫、特低磷、中~高热值的煤质，根据《马朗煤矿勘探煤质检测报告》，各可采煤层原煤收到基低位发热量为 23.41-26.35MJ/kg，平均发热量可达 25.64MJ/Kg(6132 大卡)，煤层埋藏较浅，开采成本低，资源禀赋优良，具有较高的开发利用价值。整体来看，马朗煤矿资源优质，热值相对较高，因此售价理论上高于公司现有煤炭产品，投产后有望带动公司煤炭业务实力不断提升。我们预计公司马朗煤矿有望在 3 季度开始逐步进入试运行阶段，若进展顺利有望在年内贡献业绩。

根据公司 5 月月报，启东 LNG 接收站进展顺利:5#20 万立储罐已经完成储罐门洞封堵，6 月 9 日开始内罐进水试验，并同步开展电梯基础施工、罐顶管道组对焊接及附属管廊基础施工;6#20 万立储罐已经完成大塔吊安装，继续开展承台钢筋安装绑扎，承台浇筑工程累计完成 80%。我们预计启东接收站 5#储罐有望在 3 季度投产，6#储罐有望在 2024 年投产，随着公司周转能力的扩大，有望看到公司长协的超预期增长，由于公司贸易方式具备较高的灵活性，可以实现内销、转口等多种贸易方式，因此我们可以期待公司 LNG 业务的持续增长。

转让铁路股权，主业更加集中

公司公告将控股子公司新疆红淖三铁路有限公司 92.7708%股权全部以现金方式转让给广汇物流，交易对价为 41.76 亿元，并且收回往来款 19.22 亿元。其中，交易对价自《支付现金购买资产协议》生效之日起 36 个月内支付完毕，分别在《支付现金购买资产协议》生效之日起的 15 个工作日内/6 个月内/12 个月内/24 个月内/36 个月内支付 5%/20%/10%/30%/35%，往来款在标的资产交割前全部偿还。

我们认为出售铁路之后，对于广汇能源来说存在两方面利好：其一，公司资产负债率将进一步降低，减轻公司债务压力，截止 2022 年一季度，公司资产负债率达到 63.22%，股权交割完成后，公司资产负债率有望降到 60% 以下，并且收回的现金若用于继续还债，则资产负债率有望进一步降低；其二，公司铁路资产在历史上盈利不佳，对于公司每年的业绩贡献低于其他主业，因此公司未来剥离铁路资产以后，有望将精力更加聚焦于主业发展，给投资者带来更高回报。

4

投资建议

由于二季度以来能源价格涨幅超我们预期，以及马朗煤矿进度有望超预期(业绩增长主要体现在 23-24 年)，我们相应提升公司净利润预测，预计 22-24 年公司归母净利润为 107/136/182 亿元(原值为 91/104/108，且均为考虑铁路资产出售带来的收益)，EPS 为 1.63/2.06/2.77 元/股，对应 PE 为 5.9/4.7/3.5x，维持“买入”评级。

5

风险提示

能源价格下跌，在建项目进度不达预期等。

附表：财务预测与估值

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3946	4717	5000	6144	9203	营业收入	15134	24885	44714	53056	72355
应收款项	1443	4751	6125	7268	9912	营业成本	10871	15315	23994	28098	39622
存货净额	1214	1851	2374	2782	4047	营业税金及附加	222	562	894	1061	1447
其他流动资产	820	988	2236	2653	3618	销售费用	290	312	894	1061	1447
流动资产合计	7878	12399	15826	18938	26870	管理费用	525	508	1378	1586	2069
固定资产	34953	35912	37500	38657	39461	研发费用	168	344	671	796	1085
无形资产及其他	1816	6496	6737	6977	7217	财务费用	1051	1412	1514	1288	1026
投资性房地产	8343	3761	3761	3761	3761	投资收益	(117)	(55)	20	20	20
长期股权投资	1130	1141	1141	1141	1141	资产减值及公允价值变动	(203)	184	(50)	(50)	(50)
资产总计	54120	59709	64965	69473	78450	其他收入	(210)	(787)	(671)	(796)	(1085)
短期借款及交易性金融负债	12027	14150	12598	10000	8000	营业利润	1645	6098	15338	19136	25628
应付款项	7773	7982	8904	9041	10119	营业外净收支	(67)	(114)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	3584	5110	5919	6387	7234	利润总额	1578	5984	15288	19086	25578
流动负债合计	23384	27242	27421	25428	25353	所得税费用	468	1139	3622	4772	6395
长期借款及应付债券	11021	9799	8799	7799	6799	少数股东损益	(226)	(158)	764	763	1023
其他长期负债	2473	1888	1888	1888	1888	归属于母公司净利润	1336	5003	10702	13551	18161
长期负债合计	13494	11687	10687	9687	8687	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	36878	38929	38108	35115	34040	净利润	1336	5003	10702	13551	18161
少数股东权益	446	(152)	574	1299	2271	资产减值准备	(239)	214	139	19	10
股东权益	16797	20932	26283	33059	42139	折旧摊销	1507	1764	3483	4035	4396
负债和股东权益总计	54120	59709	64965	69473	78450	公允价值变动损失	203	(184)	50	50	50
						财务费用	1051	1412	1514	1288	1026
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1609	1832	(1275)	(1344)	(2940)
每股收益	0.20	0.76	1.63	2.06	2.77	其它	199	(329)	588	707	962
每股红利	0.16	0.21	0.81	1.03	1.38	经营活动现金流	4616	8300	13686	17017	20639
每股净资产	2.49	3.19	4.00	5.04	6.42	资本开支	0	(3062)	(5500)	(5500)	(5500)
ROIC	6%	16%	30%	33%	41%	其它投资现金流	133	364	0	0	0
ROE	8%	24%	41%	41%	43%	投资活动现金流	(340)	(2708)	(5500)	(5500)	(5500)
毛利率	28%	38%	46%	47%	45%	权益性融资	(10)	25	0	0	0
EBIT Margin	20%	31%	38%	39%	37%	负债净变化	3271	(1205)	(1000)	(1000)	(1000)
EBITDA Margin	30%	39%	46%	46%	43%	支付股利、利息	(1099)	(1356)	(5351)	(6776)	(9080)
收入增长	8%	64%	80%	19%	36%	其它融资现金流	(7129)	279	(1552)	(2598)	(2000)
净利润增长率	-16%	274%	114%	27%	34%	融资活动现金流	(2795)	(4820)	(7903)	(10373)	(12080)
资产负债率	69%	65%	60%	52%	46%	现金净变动	1481	771	283	1144	3058
息率	1.7%	2.1%	8.4%	10.7%	14.3%	货币资金的期初余额	2465	3946	4717	5000	6144
P/E	48.8	12.7	5.9	4.7	3.5	货币资金的期末余额	3946	4717	5000	6144	9203
P/B	3.9	3.0	2.4	1.9	1.5	企业自由现金流	0	6870	9370	12532	15969
EV/EBITDA	22.4	10.7	5.0	4.0	3.1	权益自由现金流	0	5943	7964	12200	15969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

证券投资评级与免责声明

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论。