

## 石油石化

2022年03月29日

## 广汇能源 (600256)

——历史投资厚积“爆”发迎来业绩高速增长期，天道酬勤铸就高增长低估值标的

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2022年03月28日

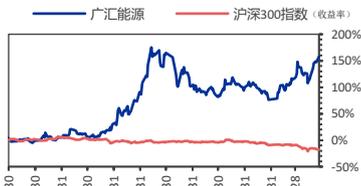
收盘价 (元)	8.45
一年内最高/最低 (元)	9.32/2.87
市净率	3.0
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	55481
上证指数/深证成指	3214.50/11949.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021年09月30日

每股净资产 (元)	2.83
资产负债率%	65.49
总股本/流通 A 股 (百万)	6566/6566
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

孟祥文 A0230517050002  
mengxw@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com  
刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com

## 研究支持

程斐 A0230120080002  
chengfei@swsresearch.com

## 联系人

程斐  
(8621)23297818×转  
chengfei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **市场煤价上涨预计带动公司 22 年煤炭综合售价同比上涨 38.35%，预计 22 年煤炭板块实现归母净利润约为 38.79 亿元；预计 25 年公司煤炭权益产能较 21 年底增至 3960 万吨，涨幅约 100%，业绩有望持续增长。**公司煤炭资源禀赋优良，截至 2021 年 12 月底，煤炭资源量总计 65.97 亿吨，可采储量 60.12 亿吨；公司核定产能为 2000 万吨/年，权益产能为 1980 万吨/年。根据公司产能建设规划，2025 年公司核定产能达 4000 万吨/年，权益产能达 3960 万吨/年，届时产能规模翻倍。预计 2022 年煤炭价格高位盘整，假设公司 2022 年原煤售价约为 576 元/吨，提质煤售价约为 792 元/吨，预计煤炭板块归母净利润达到 38.79 亿元。
- **天然气自产+转口贸易模式结合，预计 22 年自产天然气板块利润大幅增厚至 10.64 亿元。**天然气价格大幅上涨预计带动公司自产气售价同比上涨 32.51%至 5127 元/吨；预计 22 年哈密新能源工厂与吉木乃工厂产能全部释放，权益销量达 75 万吨；保守测算得后净利润规模为 10.64 亿元。公司积极应对天然气供不应求价格高企的情况，22 年公司提高 LNG 转口贸易规模至 150 万吨，基于长协价格采购，按照市场价格海外出售；预计转口贸易大幅增厚企业利润。
- **煤化工行业景气度持续，预计 22 年板块利润大幅增厚至 28.49 亿元。**甲醇价格持续上涨预计带动公司 22 年 120 万吨甲醇价格上涨 22.50%至 1915 元/吨；受益于油价上涨，预计煤焦油项目煤焦油产品价格同比上涨 22.10%至 2461 元/吨；荒煤气制 40 万吨乙二醇项目投产后，预计增厚利润 12.67 亿元。
- **盈利预测与评级。**公司全产业链布局专业化能源公司，受益于新建项目的预期投产，根据公司规划产能落地节奏以及价格的变化，基于相对估值模型，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76 元、1.54 元、1.81 元，当前市值对应 PE 分别为 11X、5X、5X。2021 年-2023 年行业平均估值 PE 分别为 11X、9X、6X，公司 2022-2023 年 PE 折价幅度为 55%、38%。给予公司 9X 22 年 PE 目标估值，对应目标价为 13.86，较现价约 50%的以上的上涨空间。公司兼具高成长和低估值，因此强调原有评级，继续给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求下滑、保供限价政策加码叠加地缘政治风险消除导致产品价格下跌；煤炭和煤化工项目投产进度低于预期；提示投资者关注对外投资事项监管函。

## 财务数据及盈利预测

	2020	21Q1-Q 3	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	15,134	16,469	26,780	49,956	54,286
同比增长率 (%)	7.8	65.7	77.0	86.5	8.7
归母净利润 (百万元)	1,336	2,760	5,022	10,090	11,916
同比增长率 (%)	-16.3	289.5	275.8	100.9	18.1
每股收益 (元/股)	0.20	0.41	0.76	1.54	1.81
毛利率 (%)	28.2	32.9	33.8	34.6	36.7
ROE (%)	8.0	14.5	23.0	31.6	27.2
市盈率	42		11	5	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司全产业链布局专业化能源公司，受益于新建项目的预期投产，根据公司规划产能落地节奏以及价格的变化，基于相对估值模型，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76 元、1.54 元、1.81 元，当前市值对应 PE 分别为 11X、5X、5X。2021 年-2023 年行业平均估值 PE 分别为 11X、9X、6X，公司 2022-2023 年 PE 折价幅度为 55%、38%。给予公司 9X 22 年 PE 目标估值，对应目标价为 13.86，较现价约 50% 的以上的上涨空间。公司兼具高成长和低估值，因此强调原有评级，继续给予公司“买入”评级。

### 关键假设点

煤炭业务：销量上，预计 2022-2024 年公司煤炭销量为 2405.80、2733.65、2760.99 万吨，同比增幅分别为 22.24%、13.63%、1.00%。2022-2024 年原煤售价分别为 575.96 元/吨、633.56 元/吨和 665.23 元/吨，同比增速分别为 29.58%、10.00 % 和 5.00%。

天然气业务：自产气上，权益销量达 75 万吨，2022 年无新增产能计划。价格上，预计 2022-2024 年自产气售价分别为 5127.43 元/吨、5383.81 元/吨和 5653.00 元/吨，同比增速分别为 32.51%、5.00 % 和 5.00%。

### 有别于大众的认识

1、在行业层面，市场担忧煤炭行业受 2060 年碳中和政策影响，致使煤炭行业需求下滑。但我们认为，在 2030 年碳达峰阶段来临之前，煤炭产品需求难以被替代能源替代，行业景气度继续上行的空间大于下跌的风险。

2、市场对天然气贸易部分盈利情况过分担忧。LNG 接收站利润来自码头仓储费及贸易两部分，市场担心若海外天然气价格高位可能压缩公司天然气贸易部分利润。但我们分析认为，公司与海外天然气公司已签署长协合约，通过转口贸易实现利润锁定；叠加码头租赁业务的收入，公司天然气贸易业务的实现盈利的概率远大于亏损。

### 股价表现的催化剂

马朗煤矿探矿权转采矿权进度超预期。

### 核心假设风险

- 1、需求下滑、保供限价政策加码叠加地缘政治风险消除导致产品价格下跌。
- 2、煤炭和煤化工项目投产进度低于预期。

## 目录

<b>1. 专业化能源公司，全产业链布局</b>	<b>6</b>
1.1 更名“广汇能源”，转型能源公司	6
1.2 夯实煤炭主业，打造“煤油气”一体化产业链布局	6
<b>2. 煤炭优质产能释放，成本优势明显</b>	<b>8</b>
2.1 煤炭资源丰富，产能稳步释放	8
2.2 煤炭销售立足新疆，外拓甘肃、川渝市场	8
2.3 下游客户粘性强，业绩弹性显著	9
<b>3. LNG 自产+转口贸易结合，凸显利润弹性</b>	<b>11</b>
3.1 天然气版图扩张，自有+外购促产销增长	11
3.2 2+3 运营模式，启东 LNG 接收站持续放量	14
3.2.1 扩建项目稳步推进，租赁接卸致使码头周转率提升	14
3.2.2 模式灵活，转口贸易大幅增厚收益	15
<b>4. 煤化工长景气度复苏，盈利大幅攀升</b>	<b>17</b>
4.1 煤化工产业循环发展，协同效应显著	17
4.2 产品价格大幅上涨，促公司盈利大幅攀升	18
<b>5. 公司经营情况稳定，预期分红可观</b>	<b>20</b>
<b>6. 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
6.1 主要业务贡献拆分	22
6.2 盈利预测与估值	23
<b>7. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 截至 2021 年 9 月公司与实控人产权关系.....	6
图 2: 截至 2021 年 9 月广汇能源股权结构.....	6
图 3: 2015-2021H1 公司营业收入及增速 (亿元, %) .....	7
图 4: 2015-2021H1 公司归母净利润及增速 (亿元, %) .....	7
图 5: 分产品 2020 年公司营业收入占比 (%) .....	7
图 6: 分产品公司营业收入增速 (%) .....	7
图 7: 分产品 2020 年公司毛利润占比 (%) .....	7
图 8: 分产品公司毛利润增速 (%) .....	7
图 9: 红淖铁路装车数 (辆, %) .....	9
图 10: 红淖铁路货物发运量 (万吨, %) .....	9
图 11: 红淖铁路示意图.....	9
图 12: 煤炭产量逐年上涨 (万吨, %) .....	10
图 13: 煤炭销量高速增长 (万吨, %) .....	10
图 14: 动力煤现货价格 (元/吨) .....	10
图 15: 公司煤炭业务销售收入 (亿元, %) .....	10
图 16: 天然气业务发展历程 .....	11
图 17: 天然气产业链.....	11
图 18: 公司天然气销售收入、营业成本及毛利润 (亿元) .....	12
图 19: 公司天然气销售收入、营业成本及毛利润增速 (%) .....	12
图 20: 新疆及甘肃地区加气站分布示意图 .....	12
图 21: 2015 至 21Q1-3 公司自产气产量及增速 (亿方, %) .....	13
图 22: 2015 至 21Q1-3 公司自产气销量及增速 (亿方, %) .....	13
图 23: 各地区车用 LNG 零售价 (元/公斤) .....	13
图 24: 各地区柴油价格 (元/升, 元/吨) .....	13
图 25: 启东 LNG 接收站运营模式.....	14
图 26: 2017 至 2024LNG 转运站周转量及增速 (万吨, %) .....	15
图 27: 2017 至 2021H1 接卸船舶数量及增速 (艘, %) .....	15
图 28: 贸易气销量及增速 (亿方, %) .....	16
图 29: 贸易气销量占总销量占比 (%) .....	16

图 30: LNG 进口均价 (美元/吨) .....	16
图 31: 中国天然气价格情况 (元/吨) .....	16
图 32: 煤化工项目概览 .....	17
图 33: 公司煤化工销售收入、营业成本及毛利润 (亿元) .....	18
图 34: 公司煤化工销售收入、营业成本及毛利润增速 (%) .....	18
图 35: 公司甲醇产品产量及销量 (万吨, %) .....	18
图 36: 新疆地区甲醇市场价 (元/吨) .....	18
图 37: 公司煤基油品产量及销量 (万吨, %) .....	19
图 38: 新疆地区煤焦油市场价 (元/吨) .....	19
图 39: 21 年前三季度现金流实现高增长 (亿元, %) .....	20
图 40: 20 年以来公司资产负债率呈下降趋势 (%) .....	20
图 41: 资本开支金额 20 年有所减少 (亿元, %) .....	20
图 42: 16 年以来公司年折旧与摊销额稳步增加 (%) .....	20
表 1: 公司项目概览.....	6
表 2: 公司矿井情况.....	8
表 3: 煤炭净利润价格弹性测算 .....	10
表 4: 截至 2021 年底, 自产气产能情况.....	12
表 5: 各地区车用 LNG 零售均价及涨跌幅 (元/公斤, %) .....	13
表 6: 天然气利润弹性测算 .....	14
表 7: 启通天然气管线项目投资相关协议 .....	15
表 8: 煤化工产品产能情况 .....	17
表 9: 化工产品均价及涨跌幅 (元/吨, %) .....	19
表 10: 煤化工业务板块收入利润测算 (元/吨, 万吨, 亿元) .....	19
表 11: 公司分红情况 (亿元, 元/股, %) .....	21
表 12: 公司主要业务假设及利润拆分 (百万元) .....	23
表 13: 上市可比公司估值比较 (元/股, 倍) .....	23

# 1. 专业化能源公司，全产业链布局

## 1.1 更名“广汇能源”，转型能源公司

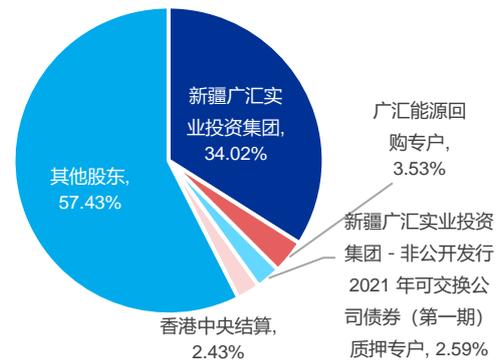
广汇能源股份有限公司（原名为新疆广汇实业股份有限公司）于1994年成立，由新疆广汇企业和香港晨晖亚太分别出资60%和40%设立。2000年5月公司于上海证券交易所挂牌上市，第一大股东为新疆广汇实业投资集团，持有34.02%股份，实控人为孙广信。

图 1：截至 2021 年 9 月公司与实控人产权关系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：截至 2021 年 9 月广汇能源股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 夯实煤炭主业，打造“煤油气”一体化产业链布局

公司立足于新疆及中亚，面向全球，主营业务包括天然气液化、煤炭开采、煤化工转换、油气勘探四大板块，主要产品为煤炭、LNG、甲醇及煤焦油。

表 1：公司项目概览

	项目名称	当前状态	未来规划
煤炭	白石湖露天煤矿	投产，核定产能2500万吨/年	
	马朗露天煤矿	获取探矿权证	预计2022年下半年投入试运转，2023/2024/2025年设计产能分别为500/1000/1500万吨/年
	东部煤矿	探矿权转采矿权手续办理中	预计于“十四五”末投产，设计产能1500万吨/年
	哈密1000万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目	投产，主产品之一兰炭，设计产能510万吨/年	
铁路公路	淖柳公路	完工，运能0.2亿吨/年以上	
	红淖铁路	完工	远期运能1.5亿吨/年
	将淖铁路	在建	
	吉木乃LNG工厂	投产，核定产能5亿方/年	
天然气	哈密新能源工厂	投产，煤制LNG核定产能7亿方/年	
	江苏启东LNG接收站	三期码头建设完成，具有2座5万方、2座16万方LNG储罐，设计累计周转量300万吨/年	四期码头建设预计于2022年8月完成，设计累计周转量500万吨/年，五期项目2号码头预计于2025年完工，设计累计周转量1000万吨/年
	启通天然气管线项目	投入运行，设计年输气量40亿方/年	
煤化工	120万吨甲醇、7亿方LNG项目	投产	
	4万吨/年二甲基二硫（DMDS）联产1万吨/年二甲基亚砜（DMSO）项目	投产	
	哈密1000万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目	投产，主产品提质煤、煤焦油、煤气	
	120万吨/年煤焦油加氢项目（一期规模60万吨/年）	投产，主产品液化气、轻质煤焦油	
	荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目	2022年3月投产	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：哈密新能源工厂所产7亿方/年LNG来自煤化工“120万吨甲醇、7亿方LNG项目”

自成功转型为能源产业专营公司以来，公司营收增速逐年递增，2015 年能源行业进入下行周期时公司营业收入下滑，2017 年煤炭行业经历供给侧改革且能源价格处于上行时期，公司营收稳步回升。2015 年受经济下行周期影响归母净利润呈负增长但始终保持正值，2018-2020 年归母净利润下滑系公司处于大宗商品下行周期煤化工产品盈利能力下降所致。

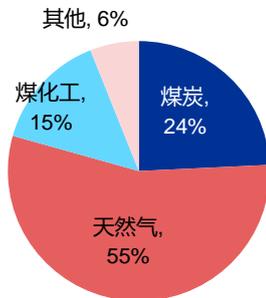
**图 3: 2015-2021H1 公司营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

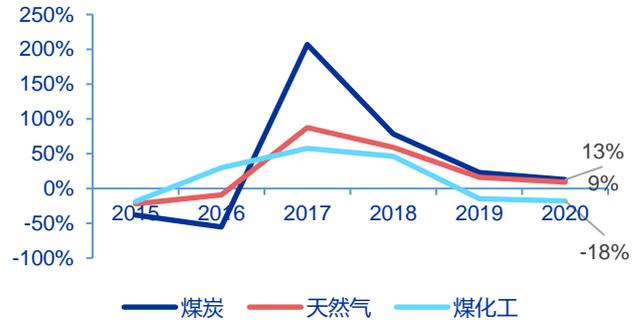
**图 4: 2015-2021H1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

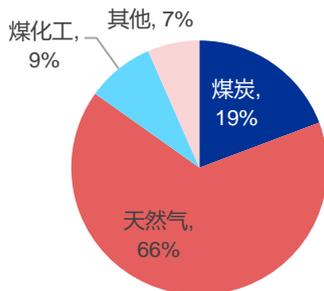
**分产品来看，天然气业务贡献主要营收及毛利。**2020 年煤炭、天然气、煤化工三大板块业务合计占总营收的 93.98%。2020 年三大板块合计值占总毛利润的 93.45%，其中，天然气业务贡献 65.65%的毛利润。增速方面，天然气业务表现依旧亮眼，20 年毛利润增长 12.66%，毛利润增长系启东 LNG 码头投产转固，贸易利差逐年上涨所致。

**图 5: 分产品 2020 年公司营业收入占比 (%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 6: 分产品公司营业收入增速 (%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 7: 分产品 2020 年公司毛利润占比 (%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 8: 分产品公司毛利润增速 (%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 煤炭优质产能释放，成本优势明显

### 2.1 煤炭资源丰富，产能稳步释放

公司煤炭资源禀赋优良，截至 2021 年 12 月底，煤炭资源量总计 65.97 亿吨，可采储量 60.12 亿吨；公司核定产能为 2000 万吨/年，权益产能为 1980 万吨/年。根据公司产能建设规划，2025 年公司核定产能达 4000 万吨/年，权益产能达 3960 万吨/年，届时产能规模翻倍。公司核定产能规模“十四五”期间预计核定产能实现 5 倍增长。

公司煤炭资源主要集中于新疆哈密伊吾县淖毛湖周边，拥有以下三处矿区：

**(1) 白石湖露天煤矿：**为当前公司唯一在产矿井。2020 年核定产能 800 万吨，2021 年因“新疆自治区十四五规划”而核增产能至 2000 万吨；于 2021 年底受益于发改委“煤炭保供”政策，进一步核增产能至 2500 万吨，权益产能 2475 万吨。白石湖露天矿所产煤炭热值在 5000-5500 大卡之间，生产两种煤炭，一种是含油、气比例较高的“油气煤”；另一种低硫、低磷、高挥发份，可作为优质的动力煤和原料煤。生产煤炭用于对外销售以及作为原料参与煤化工项目。埋藏深度较浅，露天方式开采，开采难度低。

**(2) 马朗露天煤矿：**为在建矿井，预计 2022 年下半年进入试运转生产状态。为公司控股子公司伊吾矿业于 2020 年获得详查探矿权，并于 2021 年获取探矿权证。马朗露天煤矿核定产能 1500 万吨/年，权益产能 1485 万吨/年。马朗露天煤矿所产煤炭热值在 6300 大卡左右，为优质无烟煤，主要作为化工原料煤。

**(3) 东部煤矿：**位于新疆伊吾县淖毛湖煤田东部地区，为勘察煤矿，目前尚未正式投资建设，但是规划“十四五”未投产，规划设计产能 1500 万吨/年。

表 2：公司矿井情况

煤矿名称	煤种	权益占比 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	设计产能 (万吨)			
					2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
白石湖露天矿	长焰煤	99%	2500	2475	2500	2500	2500	2500
马朗煤矿	长焰煤	99%	1500	1485	200	500	1000	1500
合计		99%	4000	3960	2700	3000	3500	4000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.2 煤炭销售立足新疆，外拓甘肃、川渝市场

公司三大煤炭终端市场疆内市场、甘肃市场与云贵川市场 2021 年市场销售占比分别达到约 20%、60%、20%。

新疆地区煤炭销售受地理位置、交通运输限制，均以疆内为主。但是广汇能源不同，因公司位于哈密地区，位于新疆东部，便于沟通内地主要交通枢纽城市。为公司拓展甘肃、川渝市场创造了天然条件。公司 2017 年通过兰渝铁路货运，首发实现了“疆煤入渝”，积极开拓川渝云贵等终端市场。多年积累，逐步形成以产地周边、兰州-河西走廊一带及川渝地区为核心的原煤及提质煤销售市场。

公司还自建淖柳公路、红淖铁路联通铁路主干线，打通外销渠道，大幅降低运输成本。红淖铁路自甘新交界处的兰新铁路红柳河车站引出，途经哈密市抵达伊吾县淖毛湖镇，把区域内的丰富资源引入兰新干线，继而拓展外销半径。红淖铁路投入运营后，初期年运能为 3950 万吨，远期将达 1.5 亿吨/年。

**图 9：红淖铁路装车数 (辆, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 10：红淖铁路货物发运量 (万吨, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

在建工程将淖铁路，向西连接乌淮铁路，向北连接阿富准铁路，向东连接兰新铁路、哈临铁路，对外打通出疆新通道，对内直入河西走廊、川渝、内蒙及京津冀腹地，开通后将大幅提升货运量，满足产品承运需求。

**图 11：红淖铁路示意图**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 下游客户粘性强，业绩弹性显著

疆内市场依赖汽运，生产煤炭主要供周边 12 家煤化工企业作为原煤生产提质煤，少量作为动力煤销售。甘肃河西走廊市场货源通过自有铁路红淖铁路运输至红柳河站，再通过新兰线分销至酒钢集团及各个电厂，**销售煤炭以动力煤为主。**

云贵川市场所销售煤炭为高热值提质煤，煤炭经过甘肃地界抵达兰州后通过兰渝线运输至重庆，销售给钢铁企业供钢铁高炉作为配焦煤使用。**提质煤即热值在 6000 大卡以上的兰炭，是公司原煤外生产的另一大煤种。**公司所生产提质煤为兰炭，是控股子公司清洁炼化公司所投资建设的“哈密 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”主产品之一，设计兰炭产能规模为 510 万吨/年。该项目 2018 年正式达产以来，兰炭产量逐年增加。预计 2022 年至 2024 年，受益于马朗煤矿投产，兰炭产量大幅上涨。

**图 12: 煤炭产量逐年上涨 (万吨, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：原煤产量不包含自用煤

**图 13: 煤炭销量高速增长 (万吨, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 14: 动力煤现货价格 (元/吨)**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 15: 公司煤炭业务销售收入 (亿元, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司继续加强与淖毛湖周边兰炭厂协作，充分利用供销渠道优势，降低提质煤运输成本。虽然公司未来将拓展甘肃、川渝市场，运费成本增加，叠加原煤、提质煤成本小幅上涨，综合来看公司较行业平均水平仍具备成本优势。

预计 2022 年煤炭价格高位盘整，预计公司 22 年煤炭综合售价同比上涨 38.35%，其中原煤售价为 576 元/吨，提质煤售价约为 792 元/吨。**假设 2022 年原煤权益销量为 1884 万吨，提质煤权益销量为 497 万吨，经测算税后净利润规模为 38.79 亿元。**

**表 3: 煤炭净利润价格弹性测算**

	2021E	2022 年价格假设				
		-60	-20	20	60	
原煤价格 (元/吨)	444	516	556	576	596	636
提质煤价格 (元/吨)	596	732	772	792	812	852
煤炭综合售价 (元/吨)	444	555	595	615	635	675
测算净利润规模 (亿元)	<b>16.27</b>	28.84	35.48	38.79	42.11	48.74

资料来源：申万宏源研究

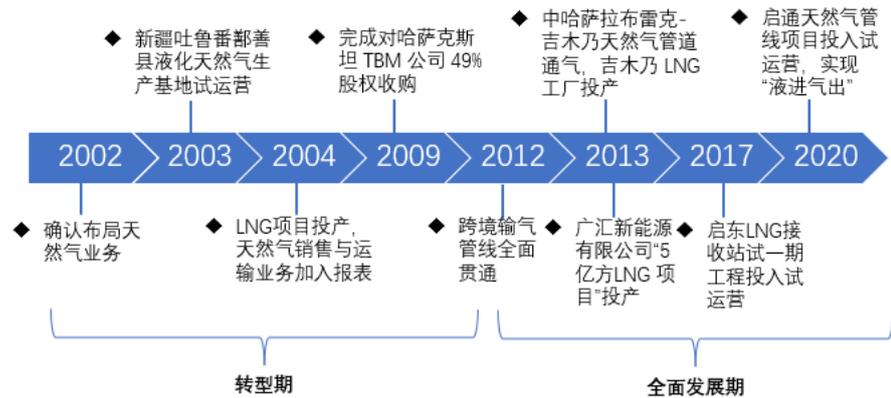
注：税后净利润按（税后吨售价-吨成本）\*权益产量\*（1-所得税率）\*（1-期间费率）进行推算

### 3. LNG 自产+转口贸易结合，凸显利润弹性

#### 3.1 天然气版图扩张，自有+外购促产销增长

公司天然气业务于 2003 年首次运营并于次年正式投产，2009 年完成对哈萨克斯坦 TBM 公司 49% 股权收购，标志着正式进入能源上游开发领域，逐步形成以自产气和贸易气为核心产品的上游资源获取，中游仓储运输，下游终端销售的天然气产业格局。

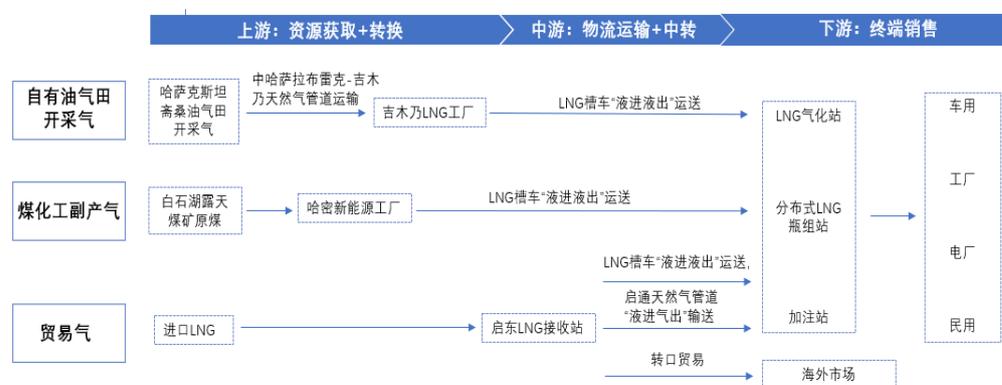
图 16: 天然气业务发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**多元布局，联合境内外优质资源。**贸易气由公司全资子公司广汇国际天然气贸易有限公司负责海外采购，经由江苏南通港吕四港区 LNG 接收站转运分销，销售至终端市场赚取贸易价差。**自产气来自吉木乃工厂与哈密新能源煤化工项目。**哈萨克斯坦斋桑油气田（广汇能源控股）于 2013 年正式输气，公司成为国内首家境外拿气的民营企业，原料气通过自建哈萨拉布雷克-吉木乃天然气管道输送进吉木乃工厂，经深冷处理产出 LNG 产品；新能源煤化工项目采取碎煤加压气化生产工艺生产粗煤气，再经净化分离出煤制 LNG 产品。煤制天然气原料为自供煤，因此生产的 LNG 具有低成本、原料供应稳定的优势。

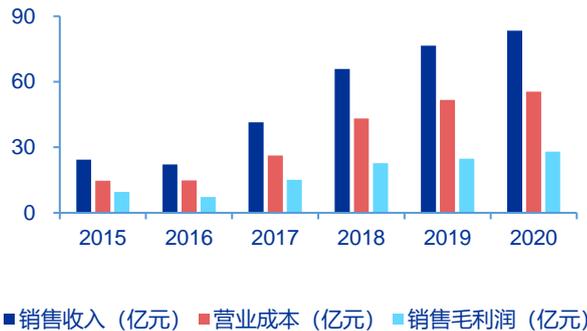
图 17: 天然气产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

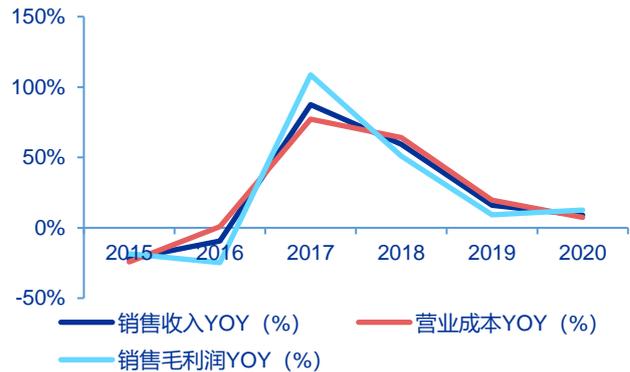
**核心产业天然气, 营收毛利再创新高。**15 年销售收入有所下滑系 LNG 价格暴跌所致, 从而抑制原料采购降低营业成本, 营业收入下降幅度大于营业成本致使毛利润承压。近年来天然气业务销售收入平稳上涨主要系启东 LNG 接收站三期项目投产转固提升天然气储运能力, 叠加外贸气销量逐年攀升所致, 外贸气销量增长带动营业成本增长, 贸易价差走扩助推毛利润高位持稳。

**图 18: 公司天然气销售收入、营业成本及毛利润 (亿元)**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 19: 公司天然气销售收入、营业成本及毛利润增速 (%)**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**截至 2021 年底, LNG 核定产能总计 12 亿方/年, 权益产能 11.93 亿方/年。**其中, 吉木乃 LNG 工厂核定产能 5 亿方/年, 权益产能 5 亿方/年; 哈密新能源工厂核定产能 7 亿方/年, 权益产能 6.93 亿方/年。

**表 4: 截至 2021 年底, 自产气产能情况**

	权益占比 (%)	核定产能(亿方)	权益产能 (亿方)
吉木乃 LNG 工厂	100%	5	5
哈密新能源工厂	99%	7	6.93
合计		12	11.93

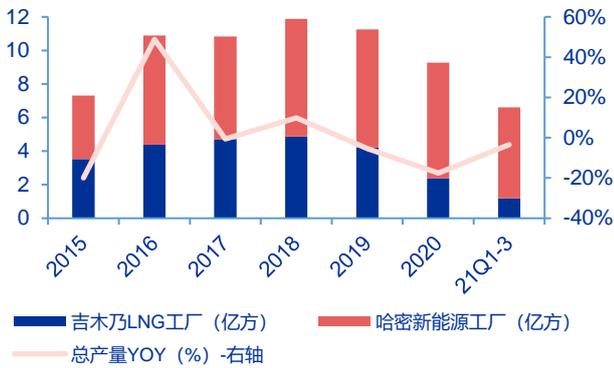
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

西北地区天然气供应充足, 民用工业用气需求不高, 因此自产气销售定位为车用为主的终端市场, 通过槽车运输至各加注站。

**图 20: 新疆及甘肃地区加气站分布示意图**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

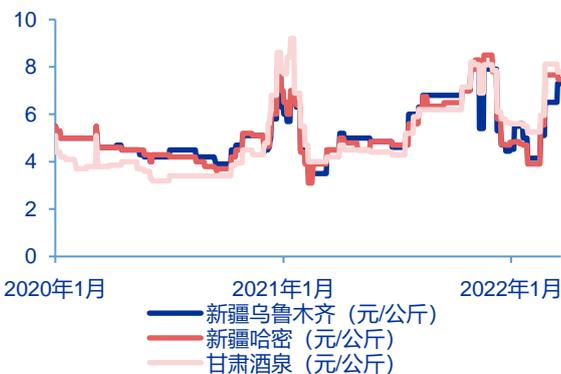
**图 21: 2015 至 21Q1-3 公司自产气产量及增速 (亿方, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

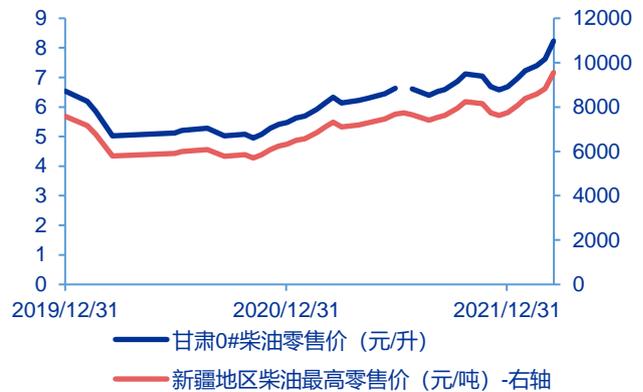
**图 22: 2015 至 21Q1-3 公司自产气销量及增速 (亿方, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**车用 LNG 与成品油价格挂钩, 受国际天然气价格波动影响。** 2021 年以来全球消费复苏提升对能源品类的需求, 天然气价格中枢受益于油价修复, 价格回暖并一路攀升。2022 年初受限限于春节及冬奥带来的停工停产, 下游用能需求缩减导致天然气价格大跌影响 LNG 零售价。近期受进口天然气价格暴涨影响, LNG 零售价出现大幅上涨, 价格恢复至历史高位。预计车用 LNG 2022 年全年均价延续上年上涨态势, 全国各地价格均有不同程度上调。

**图 23: 各地区车用 LNG 零售价 (元/公斤)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 24: 各地区柴油价格 (元/升, 元/吨)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**表 5: 各地区车用 LNG 零售均价及涨跌幅 (元/公斤, %)**

	2019	2020	2021	2022E
新疆哈密	4.78 (-7%)	4.64 (-3%)	5.65 (+22%)	7.60(+34%)
新疆乌鲁木齐	4.78 (-6%)	4.69 (-2%)	5.64 (+20%)	6.83(+21%)
甘肃酒泉	4.45 (-11%)	4.02 (-10%)	5.69 (+41%)	7.99(+40%)

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**自产气成本优势明显，利润弹性大。**假设 2022 年哈密新能源工厂与吉木乃工厂产能全部释放，产销比为 100%，则自产气销量为 75 万吨。预计自产气售价为 5127 元/吨，测算税后净利润规模为 10.64 亿元，较 2021 年上涨 95.20%。

表 6：天然气利润弹性测算

	2021E	2022 年价格假设				
		-200	-100	100	600	
LNG 价格 (元/吨)	3869	4927	5027	5127	5227	5727
测算净利润规模 (亿元)	5.45	9.60	10.12	10.64	11.16	13.77

资料来源：申万宏源研究

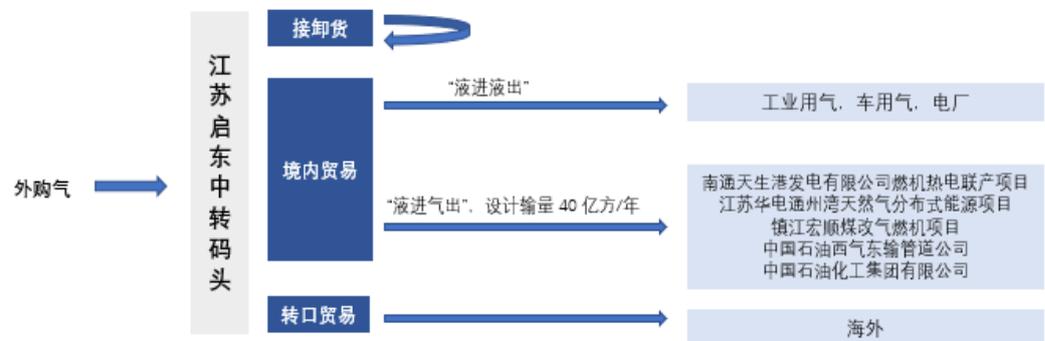
备注：税后净利润按 (税后吨售价-吨成本) \*权益产量\* (1-所得税率) \* (1-期间费率) 进行推算

## 3.2 2+3 运营模式，启东 LNG 接收站持续放量

### 3.2.1 扩建项目稳步推进，租赁接卸致使码头周转率提升

启东 LNG 接受站目前拥有两种输气途径，“液进液出”以及“液进气出”；三种盈利方式，即境内贸易、接卸货、转口贸易。

图 25：启东 LNG 接收站运营模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**预计启东码头设计周转量于 2025 年达 1000 万吨/年，较 2021 年底涨幅约 233%。**三期码头建设于 2020 年 6 月完成，设计累计周转量为 300 万吨/年，四期码头建设预计于 2022 年 8 月完成，届时设计累计周转量提升至 500 万吨/年，五期项目 2 号码头预计于 2025 年完工，设计累计周转量为 1000 万吨/年。启东 LNG 接收站扩建的同时，周转量不断攀升，2020 年实现 205.85 万吨周转量，同比增长 57.88%。

**租赁接卸致使码头周转率提升，增厚公司收益。**码头建设与运营依托广汇综合物流发展有限公司。按照一、四旺季收取 650 元/吨，二、三淡季 550 元/吨的标准收取接卸费用。2021 年贸易气内销比例降低，为提高周转率，按 450 元/吨把空余泊位租赁于中国石油化工集团有限公司，增厚公司额外收益。

**图 26: 2017 至 2024LNG 转运站周转量及增速 (万吨, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 27: 2017 至 2021H1 接卸船舶数量及增速 (艘, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 3.2.2 模式灵活, 转口贸易大幅增厚收益

除传统 LNG 槽车运输“液进液出”模式外, 广汇综合物流联合华电江苏公司、南通国投公司、天生港发电公司、聪蔚科技公司合资成立江苏华电华汇能源有限公司, 共同建设启通天然气管线项目, 为 LNG 运输增添“液进气出”方式。

该项目全长 160 千米, 呈东南走向, 目前已与中石油西气东输南通站管道连通, 将与江苏省重点沿海管道相连接, 向苏南市场供气。设计输量为 40 亿方/年, 预计未来可通过国家管网西气东输南通分输站日均进气 400-800 万标方。此外, 公司与中石化签署为期五年的《合作框架协议》, 协议 2021 年合作天然气量合计 12 亿方, 计划逐年增至 25 亿方。

**表 7: 启通天然气管线项目投资相关协议**

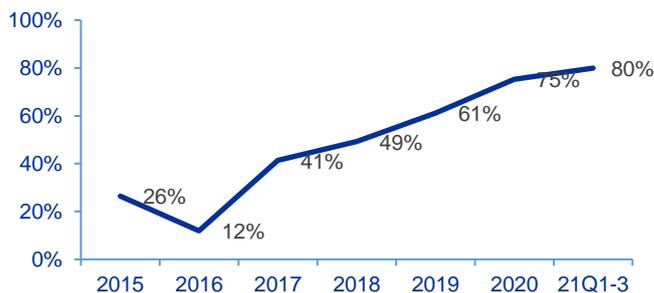
项目名称	协议内容
广汇 LNG 项目	拟与国际大型能源公司签订长期供气协议, 总量合计约 150 万吨/年
中国华电集团清洁能源有限公司	签署长协供气意向协议 300 万吨/年 LNG (可上浮至 350 万吨/年), 其中 50-100 万吨/年 LNG 可调配至本项目
南通天生港发电有限公司燃机热电联产项目	天然气供应, 预计年使用天然气 10.5 亿方
江苏华电通州湾天然气分布式能源项目	天然气供应, 预计年使用天然气 5 亿方
镇江宏顺煤改气燃机项目	供应天然气 5 亿方/年
中国石油西气东输管道公司、广汇能源股份有限公司	预留互联互通供气规模 10 亿方/年
天然气代输合作框架协议	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**贸易气销量占比逐年增长, 启东 LNG 外购气项目为最大增量。**自 2017 年启东 LNG 接收站投产以来, 贸易气销量稳步增长占比不断攀升。2020 年起启东 LNG 接收站贡献全年贸易气增量, 全年实现贸易气销量 28.13 亿方 (YOY+59.54%), 占总销量的 75.33%。

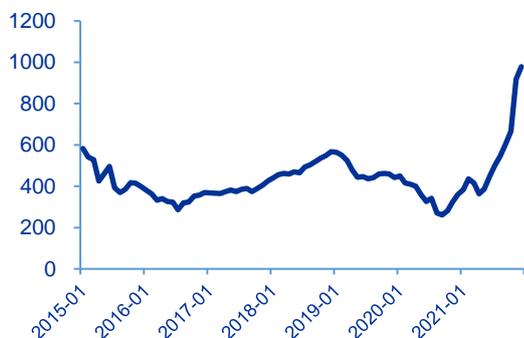
**图 28: 贸易气销量及增速 (亿方, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 29: 贸易气销量占总销量占比 (%)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

收入端来看, 公司 LNG 根据使用场景不同采取多种定价模式, 工业用气依据市场供需情况而定, 车用 LNG 则与成品油销售价格挂钩, 与电厂签订长协保证气源供应, 灵活定价模式随行就市。近期海外天然气价差走扩, 公司快速转变销售策略提高转口贸易比例, 优化销售结构, 同时有效利用空出泊位, 开展租赁活动, 赚取接卸费用。成本端来看, 公司与海外公司签署长协合约, 保障气源充足。多项举措并举, 稳定成本的同时促进营收, 助推天然气毛利润增长。

**图 30: LNG 进口均价 (美元/吨)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 31: 中国天然气价格情况 (元/吨)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**转口贸易大幅增厚企业利润。** 在全球天然气供不应求价格高位震荡的情况下, 公司灵活调整运营模式。预计公司 22 年 LNG 转口贸易规模约 150 万吨, 基于长协价格采购, 按照市场价格海外出售, 转口贸易大幅增厚企业利润。

## 4. 煤化工长景气度复苏，盈利大幅攀升

### 4.1 煤化工产业循环发展，协同效应显著

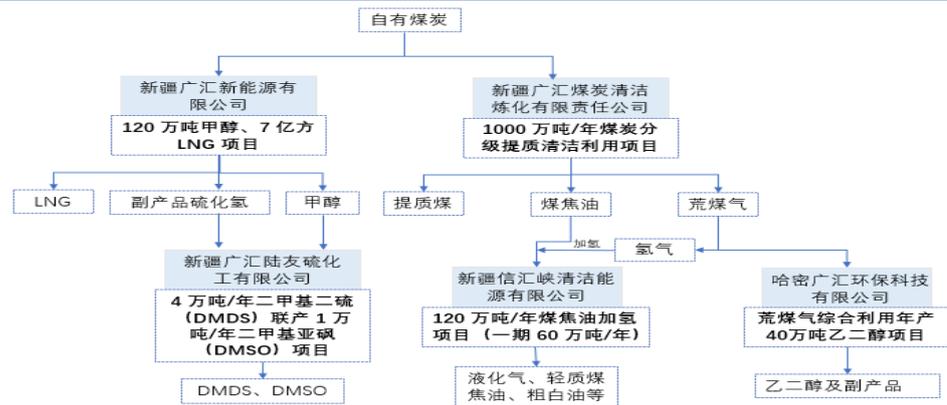
公司煤化工项目基于现有矿产资源，现有煤化工项目如下：

哈密新能源公司煤化工“120万吨甲醇、7亿方LNG项目”以自有煤炭为原料，采取鲁奇碎煤加压气化技术和鲁奇低温甲醇洗技术，经液化处理形成甲醇、LNG和副产品。

硫化工“4万吨/年二甲基二硫（DMDS）联产1万吨/年二甲基亚砆（DMSO）项目”以哈密煤化工工厂供应的甲醇、尾气硫化氢等为原料，采用甲硫醇硫化法生产二甲基二硫（DMDS）与二甲基亚砆（DMSO）产品。

清洁炼化公司“1000万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”以淖毛湖地区煤矿资源为原料，对块煤资源进行分级提质、干馏后生产出提质煤和煤焦油，副产荒煤气作为原料经过净化处理后应用于“荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目”生产乙二醇，以及用于信汇峡“120万吨/年煤焦油加氢项目”生产轻质煤焦油。

图 32：煤化工项目概览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：煤化工产品产能情况

煤化工产品	权益占比	核定产能	权益产能	状态
甲醇 (万吨/年)	99%	120	118.8	投产
LNG (亿方/年)	99%	7	6.93	投产
提质煤 (万吨/年)	100%	510	510	投产
煤焦油 (万吨/年)	100%	100	100	投产
二甲基二硫 (万吨/年)	65%	4	2.6	投产
二甲基亚砆 (万吨/年)	65%	1	0.65	投产
粗芳烃加氢 (万吨/年)	100%	60 (一期)	60 (一期)	一期投产
乙二醇 (万吨/年)	95%	40	38	2022年3月投产

资料来源：公司公告，申万宏源研究

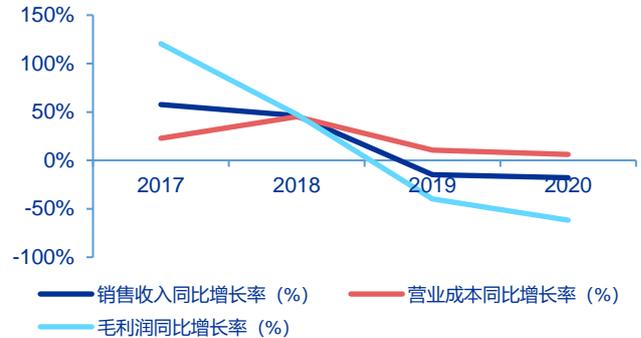
2019 年受能源化工品价格大跌拖累，公司煤化工销售收入同比减少 14.79%至 26.94 亿元，2020 年上半年受全球卫生事件影响，原油价格暴跌致使化工品价格急剧下降叠加化工品需求疲软，公司煤化工销售收入减至 22.12 亿元，同比下降 17.90%。

**图 33: 公司煤化工销售收入、营业成本及毛利润 (亿元)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 34: 公司煤化工销售收入、营业成本及毛利润增速 (%)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 产品价格大幅上涨，促公司盈利大幅攀升

甲醇产品产自广汇新能源煤化工项目，投产以来产能利用率维持在 90%左右。2019 年化工品需求走弱拉低产地甲醇价格，21 年以来供需关系改善，新疆地区甲醇品类价格大幅攀升。

**图 35: 公司甲醇产品产量及销量 (万吨, %)**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 36: 新疆地区甲醇市场价 (元/吨)**



资料来源：Wind，申万宏源研究

清洁炼化公司“1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目”一期炭化三个生产系列 2019 年 11 月全面投入运行提振煤基油品产量与销量，2021Q1-3 煤基油品产量达到 44.02 万吨 (YOY+4.64%)，销量为 44.99 万吨 (YOY+23.73%)。随着生产负荷快速修复叠加 2022 年“120 万吨/年煤焦油加氢项目”投产，预计煤基油品产销迎来高速增长期。在国际原油价格带动下，新疆当地煤焦油价格持续上涨带动煤焦油产品价格大幅上涨。

**图 37: 公司煤基油品产量及销量 (万吨, %)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 38: 新疆地区煤焦油市场价 (元/吨)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

化工市场回暖, 化工品价格在 2021 年迎来大幅上涨, 预计 2022 年全年保持向上势头。产地甲醇价格, 煤焦油价格分别上涨 29.37%, 41.60% 至 2487.50 元/吨, 4183.33 元/吨; 乙二醇现货价格在 5225 元/吨震荡调整。

**表 9: 化工产品均价及涨跌幅 (元/吨, %)**

	2019	2020	2021	2022E
甲醇新疆市场均价 (元/吨)	1383(-29%)	1175(-15%)	1923(+64%)	2488(+29%)
煤焦油新疆市场均价 (元/吨)	2654(-11%)	2020(-24%)	2954(+46%)	4183(+42%)
乙二醇现货均价 (元/吨)	4744(-34%)	3816(-20%)	5239(+37%)	5225(-0.27%)

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**煤化工行业景气度持续, 预计 22 年板块利润大幅增厚至 28.49 亿元。** 21 年以来能耗双控政策下国内市场供需不平, 化工品价格得到修复, 预计煤化工销售收入实现正增长。甲醇价格持续上涨预计带动公司 22 年 120 万吨甲醇价格上涨 23% 至 1915 元/吨; 受益于油价上涨, 预计煤焦油项目制品煤焦油产品价格同比上涨 22% 至 2461 元/吨; **新投产项目荒煤气制 40 万吨乙二醇项目增厚利润 12.67 亿元。**

**表 10: 煤化工业务板块收入利润测算 (元/吨, 万吨, 亿元)**

	2021E	2022 年价格假设				
		-200	0	200	400	600
甲醇售价 (元/吨)	1564	1715	1915	2115	2315	2515
年度权益销量 (万吨)	113	115	115	115	115	115
测算税后净利润规模 (亿元)	3.42	4.29	6.10	7.71	9.73	11.54
煤基油售价 (元/吨)	2016	2261	2461	2661	2861	3061
年度权益销量 (万吨)	56	57	57	57	57	57
测算税后净利润规模 (亿元)	2.11	2.67	3.56	4.45	5.35	6.24
煤化工副产品售价 (元/吨)	5000	6110	6310	6510	6710	6910
年度权益销量 (万吨)	39	39	39	39	39	39
测算税后净利润规模 (亿元)	3.08	5.54	6.16	6.77	7.39	8.00
乙二醇售价 (元/吨)		6469	6669	6869	7069	7269
年度权益销量 (万吨)		38	38	38	38	38
测算税后净利润规模 (亿元)		12.07	12.67	13.27	13.86	14.46
综合归母净利润 (亿元)	8.62	24.57	<b>28.49</b>	32.20	36.33	40.25

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 5. 公司经营情况稳定，预期分红可观

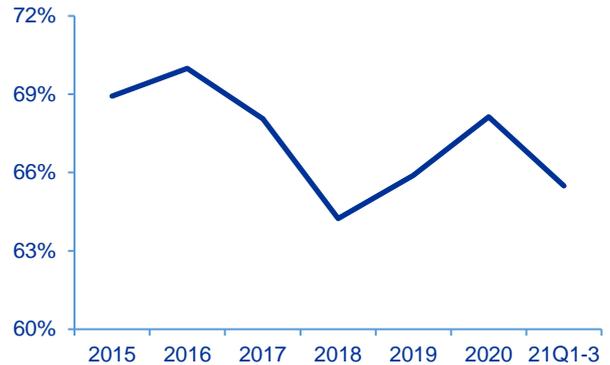
近年来经营活动现金流净额持稳，增速先减后增；2019年经营活动现金流净额同比减少1.63%主要系支付职工薪酬增加所致。预计2021年工业企业复工复产提振能源化工品需求叠加大宗商品价格暴涨，经营活动现金流净额将实现高位数增长。公司的资产负债率震荡下行，2020年资产负债率上涨系天然气与煤炭预收账款增加所致。

图 39: 21 年前三季度现金流实现高增长 (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40: 20 年以来公司资产负债率呈下降趋势 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

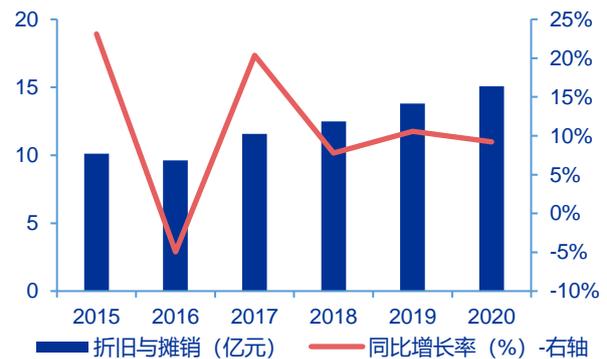
新建项目折旧额逐年增加，未来公司大型新建项目预期资本开支逐年减少。随着新项目投产转固，资本开支将得到有效控制，折旧与摊销亦匀速增加。

图 41: 资本开支金额 20 年有所减少 (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42: 16 年以来公司年折旧与摊销额稳步增加 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

近年来，公司分红率在 38%-77% 之间，分红金额逐年加大。2015 年因处于能源行业下行周期，为保证公司正常生产经营未分红派息；2019 与 2020 年以集中竞价交易方式回购股份。

根据《未来三年（2020-2022 年）股东回报规划》显示：在盈利且现金能够满足公司持续经营和长期发展等前提下，向普通股股东以现金为主的方式分配利润，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 30%，若公司当年实施股票回购，所支付的现金视同现金红利。

2020 年公司支付金额 5.95 亿元用于回购股份，折合分红率 44.54%。受益于公司盈利大幅增长，和公司资本开支计划的减少，我们预期未来公司分红可观。

**表 11：公司分红情况 (亿元, 元/股, %)**

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总额(亿元)	每股分红	分红率
2015	2.48	/	/	/
2016	2.06	1.57	0.03	76.19%
2017	6.55	3.37	0.05	51.40%
2018	17.44	6.79	0.10	38.96%
2019	15.97	/	/	/
2020	13.36	/	/	/

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 主要业务贡献拆分

在当前能源化工行业高景气度的背景下，我们对公司 2022-2024 年盈利做出假设：

#### 煤炭业务：

产能上，预计 2022 年马朗煤矿进入试运转，预计 2022-2024 年核定产能分别增至 2700、3000、3500 万吨；权益产能增至 2673、2970、3465 万吨。

销量上，我们预计 2022-2024 年公司煤炭销量为 2405.80、2733.65、2760.99 万吨，同比增幅分别为 22.24%、13.63%、1.00%。

煤价上：2021 年秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价均价较 2020 年上涨 49.72%至 855.16 元/吨。2022 年初供需紧平衡局面促使煤价上涨，秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价于 2022 年 3 月冲高至 1600 元/吨以上。考虑到原煤主要销往疆内及甘肃市场，煤炭销售受益于行业上行周期，我们预计 2022-2024 年原煤售价分别为 575.96 元/吨、633.56 元/吨和 665.23 元/吨，同比增速分别为 29.58%、10.00 %和 5.00%。公司提质煤为高品质兰炭，与下游议价能力强，受益于炼焦煤价格大幅攀升，预计 2022-2024 年提质煤售价分别为 792.44 元/吨、871.69 元/吨和 915.27 元/吨，同比增速分别为 32.96%、10.00 %和 5.00%。

#### 天然气业务：

自产气方面，现有吉木乃 LNG 工厂与哈密新能源工厂核定权益产能分别为 5 亿方、6.93 亿方，共计权益产能 11.93 亿方，2022 年无新增产能计划；预计权益销量达 75 万吨。基于当前国际天然气供给紧缺，拉动产地 LNG 价格，我们预测 2022-2024 年自产气售价分别为 5127.43 元/吨、5383.81 元/吨和 5653.00 元/吨，同比增速分别为 32.51%、5.00 %和 5.00%。

#### 煤化工业务：

产能上，煤化工产品的权益产能为甲醇 118.8 万吨/年，煤焦油 100 万吨/年，二甲基二硫 2.6 万吨/年，二甲基亚砷 0.65 万吨/年，粗芳烃加氢 60 万吨/年，乙二醇 38 万吨/年。

价格上，基于当前煤化工行业景气度回升，化工品价格大幅攀升，我们预测 2022-2024 年主要产品甲醇价格分别为 1915.45 元/吨、2011.23 元/吨、2111.79 元/吨，同比增速分别为 22.50%、5.00 %和 5.00%。

**表 12: 公司主要业务假设及利润拆分 (百万元)**

销售收入 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自产天然气+启东	2207	4137	6591	7649	8342	12614	25842	26109
煤炭	484	1485	2646	3255	3668	8748	14794	18342
煤化工	1371	2161	3161	2694	2212	4817	8609	9105
其他	133	355	506	444	911	601	710	730
营业总收入	4194	8137	12904	14042	15134	26780	49956	54286
销售成本 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自产天然气+启东	1485	2629	4318	5165	5544	8144	20283	20383
煤炭	460	1200	2108	2483	2849	5811	8142	9659
煤化工	883	1085	1574	1740	1846	3261	3722	3822
其他	69	148	220	201	632	500	503	505
营业总成本	2897	5062	8220	9588	10871	17717	32649	34370
销售毛利 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自产天然气+启东	722	1508	2273	2484	2799	4470	5560	5726
煤炭	24	284	538	772	819	2937	6653	8683
煤化工	488	1076	1587	954	366	1556	4887	5283
其他	63	207	286	243	279	101	207	225
营业总毛利	1297	3075	4684	4454	4263	9063	17307	19917

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 6.2 盈利预测与估值

公司全产业链布局专业化能源公司, 受益于新建项目的预期投产, 根据公司规模产能落地节奏以及价格的变化, 基于相对估值模型, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76 元、1.54 元、1.81 元, 当前市值对应 PE 分别为 11X、5X、5X。

从主营业务分析, 公司现阶段主营业务为天然气、煤炭和化工业务; 中国神华、兖矿能源的煤炭板块和化工业务同公司相近, 荣盛石化、恒力石化的化工和炼油业务可比, 故选择这四家煤炭公司作为行业对标标的。2021 年-2023 年行业平均估值 PE 分别为 11X、9X、6X, 公司 2022-2023 年 PE 折价幅度为 55%、38%。给予公司 9X 22 年 PE 目标估值, 对应目标价为 13.86, 较现价约 50% 的以上的上涨空间。公司兼具高成长和低估值, 因此强调原有评级, 继续给予公司“买入”评级。

**表 13: 上市可比公司估值比较 (元/股, 倍)**

代码	简称	2022/3/28	20A	21E	22E	23E	20E	21E	22E	23E	静态
		收盘价	EPS	EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E	P/E	
002493.SZ	荣盛石化	14.38	1.14	1.27	1.39	1.83	11	10	8	1	4
600346.SH	恒力石化	20.63	1.92	2.40	2.73	3.19	11	9	8	6	3
601088.SH	中国神华	29.22	1.97	2.53	3.53	3.69	15	12	8	8	1
600188.SH	兖矿能源	40.34	1.46	3.28	3.88	3.97	28	12	10	10	2
							16	11	9	6	3
600256.SH	广汇能源	8.45	0.20	0.76	1.54	1.81	42	11	5	5	2
估值折价幅度									55%	38%	

资料来源: Wind 资讯, 申万宏源研究

## 7. 风险提示

**1、需求下滑、保供限价政策加码叠加地缘政治风险消除导致煤炭价格下跌：**全球经济重启带动国内制造业复苏，下游制造业的发展是公司业绩的主要驱动力之一。若不确定性事件反复，经济增速受到负面影响，需求下滑导致公司煤炭产品存在价格下跌的风险。虽然近期电厂持续累库且非电力企业需求旺盛，煤价反弹至高位震荡。若保供限价政策持续加码，公司煤炭产品存在价格下跌的风险。

**2、煤炭和煤化工项目投产进度低于预期：**预计公司煤炭煤化工产能项目持续推进，实现收入规模的增长和盈利的攀升。由于在建、待建及规划中项目核准批复进度尚存在不确定性，如马朗煤矿探矿权转采矿权进度需持续跟进，则煤炭煤化工项目投产进度存在低于预期的风险。

**3、提示投资者关注对外投资事项监管函：**公司于2021年5月24日公告标题为《关于广汇能源股份有限公司对外投资事项的监管工作函》的监管函，提示投资者关注，具体监管事项以公司公告为准。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14042	15134	26780	49956	54286
营业收入	14042	15134	26780	49956	54286
营业总成本	11796	13127	20771	37446	39501
营业成本	9588	10871	17717	32649	34370
税金及附加	254	222	393	733	796
销售费用	327	290	482	899	977
管理费用	469	525	803	1499	1629
研发费用	113	168	268	500	543
财务费用	1046	1051	1108	1166	1186
其他收益	14	17	24	24	24
投资收益	-31	-117	4	4	4
公允价值变动收益	-77	-213	0	0	0
信用减值损失	-96	-40	28	0	0
资产减值损失	-159	-10	17	0	0
资产处置收益	11	0	2	2	2
营业利润	1907	1645	6084	12541	14815
营业外收支	-139	-67	0	0	0
利润总额	1769	1578	6084	12541	14815
所得税	320	468	1155	2382	2814
净利润	1448	1110	4929	10159	12001
少数股东损益	-148	-226	-94	69	85
归属于母公司所有者的净利润	1597	1336	5022	10090	11916

资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1448	1110	4929	10159	12001
加: 折旧摊销减值	1541	1518	2293	2662	3002
财务费用	1092	1023	1108	1166	1186
非经营损失	53	268	-6	-6	-6
营运资本变动	-237	536	226	-1568	-175
其它	176	132	0	0	0
经营活动现金流	4073	4588	8549	12413	16009
资本开支	3096	3085	2925	2905	2508
其它投资现金流	-56	-171	137	137	137
投资活动现金流	-3152	-3255	-2788	-2768	-2371
吸收投资	9	19	0	0	0
负债净变化	495	-738	-3604	1122	1612
支付股利、利息	1865	1099	1108	1166	1186
其它融资现金流	-206	1141	148	0	-49
融资活动现金流	-1567	-676	-4563	-45	376
净现金流	-639	646	1198	9600	14014

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**合并资产负债表**

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9076	7878	8734	19769	33825
现金及等价物	3053	4401	5466	14933	28815
应收款项	4545	1732	1752	3271	3396
存货净额	860	1214	985	1033	1083
其他流动资产	618	531	531	531	531
长期投资	783	1193	1221	1221	1221
固定资产	36180	37868	38458	38703	38210
无形资产及其他资产	2703	7181	7181	7181	7181
资产总计	48742	54120	55594	66873	80438
流动负债	19010	23384	19336	19336	19336
短期借款	11174	12027	7979	7979	7979
应付款项	6864	8335	8335	8335	8335
其它流动负债	972	3022	3022	3022	3022
非流动负债	13113	13494	14086	15207	16770
负债合计	32123	36878	33422	34543	36106
股本	6794	6754	6566	6566	6566
资本公积	1040	584	772	772	772
其他综合收益	102	85	85	85	85
盈余公积	1309	1387	1680	2268	2963
未分配利润	6636	7894	12623	22125	33346
少数股东权益	671	446	352	421	506
股东权益	16618	17243	22171	32330	44331
负债和股东权益合计	48742	54120	55594	66873	80438

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。