

# 证券研究报告·公司深度报告

广汇能源(600256): 广修通路, 汇聚四海, 能源综合平台厚积薄发

分析师: 邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号

S1440518030004

2022年3月3日

# 投资要点

- 公司为国内民营能源综合开发龙头企业，主业资源属性突出，覆盖自产天然气、LNG贸易、煤炭开采和综合利用等。2021年迎来业绩增长拐点（预告归母净利润中枢50.5亿，同比+278%），随着公司传统能源业务进一步开拓以及往新能源和碳中和领域布局，公司未来成长空间依然广阔。
- **LNG业务具备放量基础，“一气多销”增强盈利能力：**2021年H1公司LNG收入占比达52%，“十四五”目标超过70%，贸易气为主要增量来源。启东LNG接收站持续扩容保障放量基础（当前周转能力300万吨/年，预计22年四季度达500万吨/年），启通管线接入西气东输管网带来增量需求。公司近五年LNG业务毛利率均高于30%，大小长协联动建立成本优势，“一气多销”增强盈利能力。
- **煤炭业务迎来超预期增长，量价齐升构成业绩支撑：**2021年煤炭外销量接近2000万吨，同比增幅超85%。2022年白石湖煤矿产能有望超预期核增500万吨，“十四五”末公司煤炭产能相比2021年底再翻一番。随着公司提质煤销量和综合品质的提升，公司煤炭销售单吨利润进一步上升可期。
- **煤化工业务在2022年的业绩弹性显著：**2022年地缘政治等多因素扰动刺激油价大涨，公司100万吨煤焦油开工和效益提升弹性显著；2022年上半年40万吨/年荒煤气制乙二醇投产后成本优势显著。
- **布局CCUS项目和氢能产业链带来长期成长性：**公司规划300万吨/年CCUS项目，未来减少煤化工项目碳排放同时可参与碳交易，首期10万吨/年预计22年年底建成；公司2022-2030年规划布局氢能全产业链并新增新能源发电装机量6.25GW。
- **盈利预测与估值：**预计2021-2023年归母净利润为51.2、69.5、89.9亿元，对应EPS分别为0.76、1.03、1.33元，考虑到公司中长期成长性，按照2022年12倍估值，目标价12.35元，上调至“买入”评级。



# 兼具气-煤-油多重资源属性，能源大涨下弹性显著

	主要厂区或项目	当前年产能	中长期成长性	2022年盈利预期 (亿元，保守估计)	2022年盈利预期 (亿元，中性估计)
天然气	吉木乃LNG工厂	3亿方，暂时停产		0	0
	哈密新能源工厂	7亿方煤制LNG		15 (煤制LNG+甲醇)	18 (煤制LNG+甲醇)
	江苏启东LNG接收站	300万吨LNG周转能力	2022年底周转能力达500万吨 十四五目标1000万吨周转能力	17	20
煤炭	白石湖煤矿	2000万吨	2022年超预期核增500万吨至 2500万吨	27	35
	马朗煤矿		2025年达到1500万吨		
原油	哈萨克斯坦斋桑油气 开发	油井总计29口，仍处于 试采阶段，与安徽 光大矿业通过产品分 成模式合作开发	原油产能长期目标可能达300万 吨	-2	-2
煤焦油、 甲醇、提 质煤、乙 二醇	哈密新能源工厂	120万吨/年甲醇		15 (煤制LNG+甲醇)	18 (煤制LNG+甲醇)
	1000万吨煤炭清洁炼 化项目&下游荒煤气 制乙二醇	510万吨提质煤、100 万吨煤焦油	40万吨荒煤气制乙二醇预计 2022年中前全部投产；提质煤 技改持续进行，单吨净利润有 望提升	10+2	17+2

资料来源：公司公告 中信建投

# 中长期布局CCUS和氢能全产业链拓宽成长空间

	项目	主要建设内容	2022年预期
布局CCUS和氢能全产业链	二氧化碳捕集、管输及驱油一体化项目 (CCUS)	300万吨/年的二氧化碳捕集能力，将煤化工项目的CO <sub>2</sub> 捕集后管输至吐哈油田用于驱油	首期10万吨/年示范工程预计2022年四季度建成
	氢能产业链发展战略规划	2022-2030年规划： 建设537套1000Nm <sup>3</sup> /h电解水制氢装置；180台1000m <sup>3</sup> 储氢罐；46座汽车加氢站、1565辆氢能重卡； 配套新能源发电装机规模6.25GW，其中“十四五”末新增装机规模 3.2GW（风电255万kW，光伏65万kW）；	2022年完成示范性加氢站和氢能重卡试点推广

资料来源：公司公告 中信建投

# 中长期布局氢能全产业链拓宽成长空间

## 公司长期规划（2022-2030）

1000Nm <sup>3</sup> /h电解水制氢装置	537套
1000m <sup>3</sup> 储氢罐（1.6MPa）	180台
汽车加氢站	46座
氢燃料重卡替代	1565辆

## 风间带光伏新能源发电总装机规模

	风电（万kW）	光伏（万kW）	总计（万kW）
“十四五”末	255	65	320
“十五五”末	245	60	305
2022-2030	500	125	625

用氢能重卡替代淖毛湖地区营运重卡，实现交通用能替代；  
用绿电替代工业园区内企业生产用电，实现绿色电力替代；  
用绿氢替代淖毛湖地区化工项目灰氢，实现化工用氢替代。

## 2022年进度安排

- 加氢站建设
- 氢能重卡推广



在2022年先行建设广汇氢能示范项目，科学推进制氢、加氢配套体系建设，逐步培育形成具有广汇特色的氢能产业集群，带动新疆区域清洁低碳新型产业的高效发展。

# CCUS项目响应“双碳”，实现煤化工废物再利用

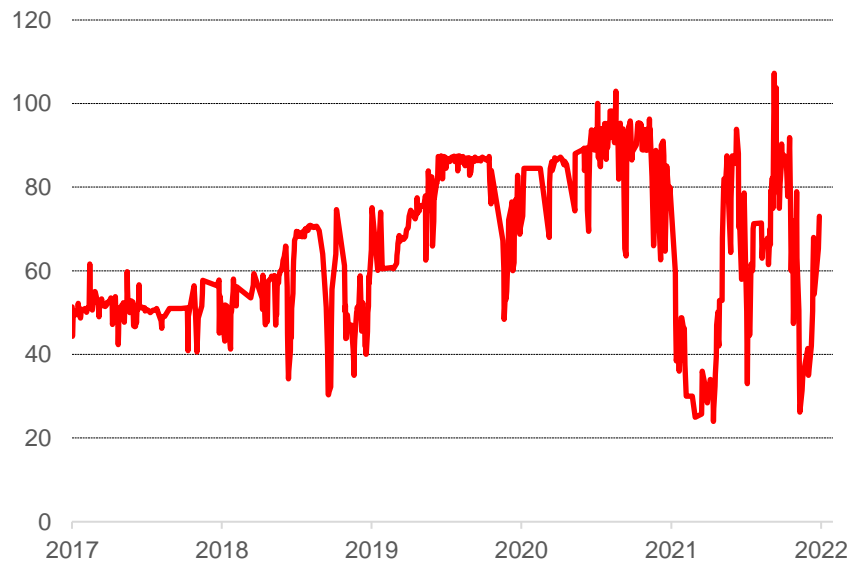
哈密新能源工厂通过管道将CO<sub>2</sub>运至吐哈油田



资料来源：百度地图 中信建投

- 目前，公司在建CCUS项目一期10万吨预计2022年四季度竣工，中长期拟建成300万吨/年的二氧化碳处理能力，若按照二氧化碳捕集成本180元/吨，售价400元/吨计算，CCUS项目一期每年可贡献2200万毛利润，300万吨全部建成可贡献6.6亿元毛利润
- CCUS项目节省的碳排放量可以用于碳交易，例如2021年北京碳排放权成交均价60.95元/吨，中长期来看该价格仍有望显著上涨；除出售碳排放权外，公司也可利用节省的碳排放量用于审批新的煤化工项目，增厚公司收益。

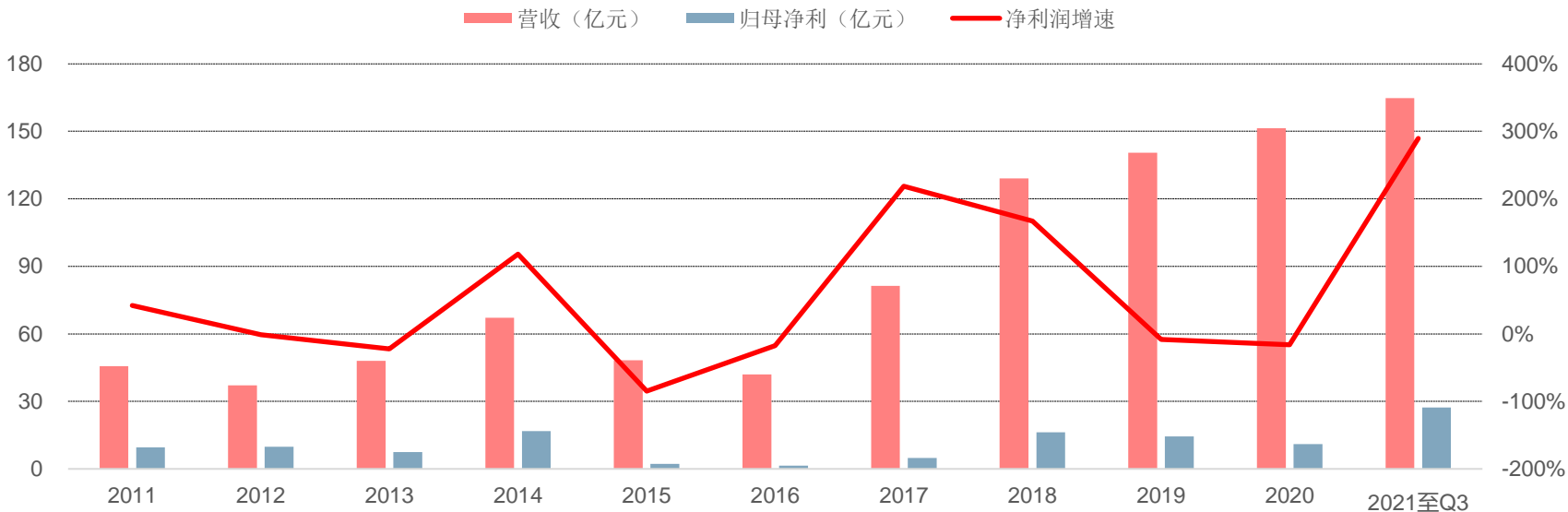
北京碳排放权(BEA):日均成交价



资料来源：Wind 中信建投

# 2021年公司净利润增速迎来向上拐点

2016年后公司营收稳步增加，2021年在能源价格回升的大背景下净利润增速迎来向上修复拐点

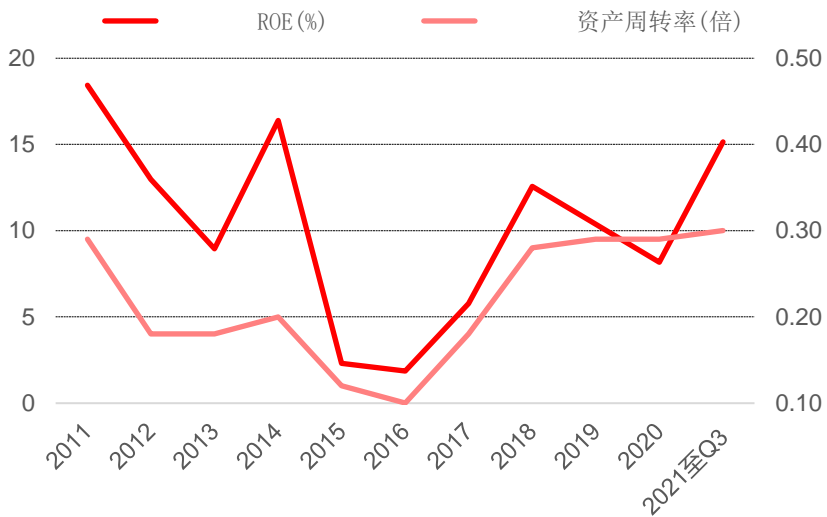


资料来源：公司公告 中信建投

● 2021年前三季度公司营收165亿，同比+66%，归母净利润27.6亿，同比+289%；2021年全年公司预告归母净利润中枢50.5亿元，同比+278%

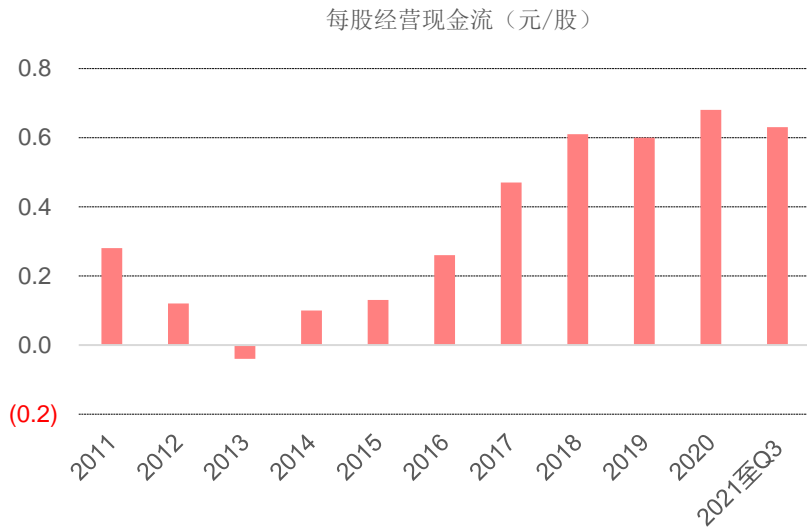
# 近年来公司盈利质量持续改善

## 2016年以来公司ROE和资产周转率不断提升



资料来源：公司公告 中信建投

## 近年来公司每股经营现金流持续改善



资料来源：公司公告 中信建投



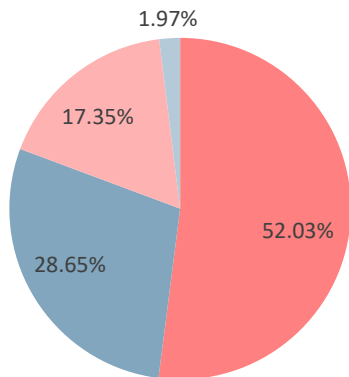
# 公司为专业的能源综合利用公司

2021年H1公司天然气业务收入占比超过50%

天然气和煤炭业务的营收占比有望不断提升

2021H1营收结构

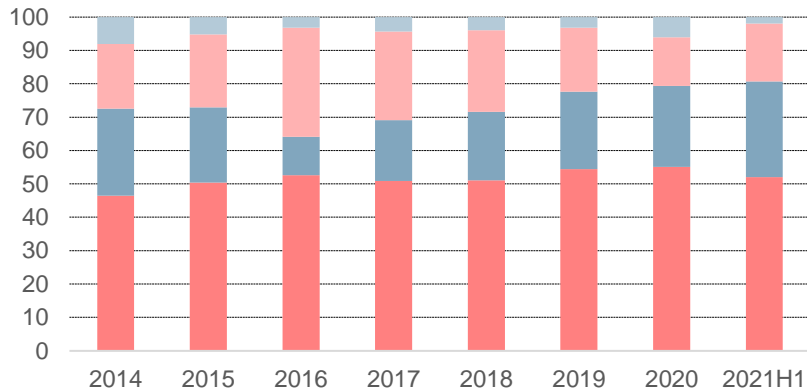
■ 天然气 ■ 煤炭 ■ 煤化工 ■ 其他



资料来源：公司公告 中信建投

图表标题

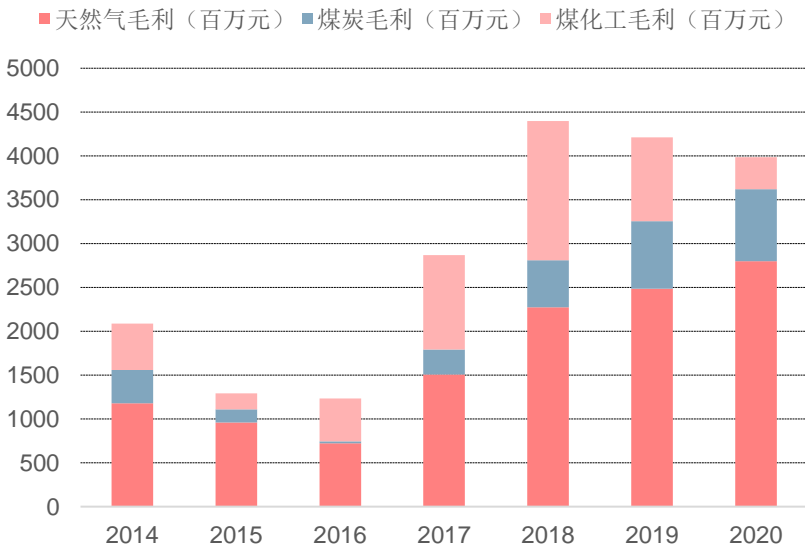
■ 天然气营收占比 (%) ■ 煤炭营收占比 (%)  
■ 煤化工营收占比 (%) ■ 其他占比 (%)



资料来源：公司公告 中信建投

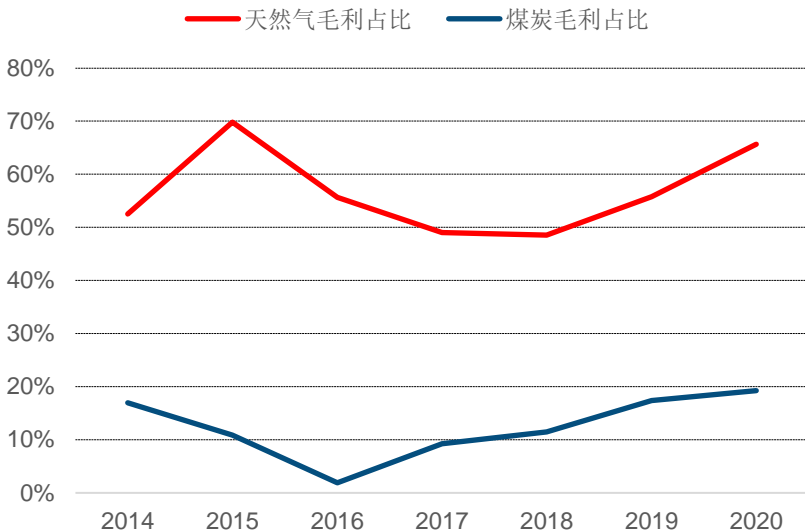
# 公司为专业的能源综合利用公司

## 2016年以来天然气和煤炭业务毛利不断增长



资料来源：公司公告 中信建投

## 最近三年天然气和煤炭业务毛利贡献稳步提升

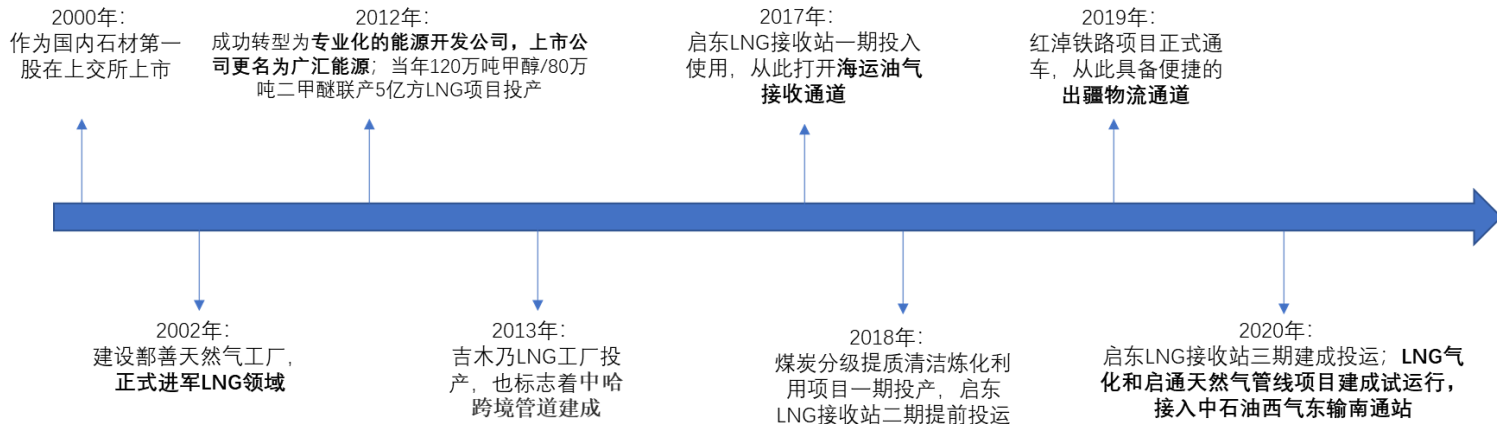


资料来源：公司公告 中信建投

# 公司战略与发展历程

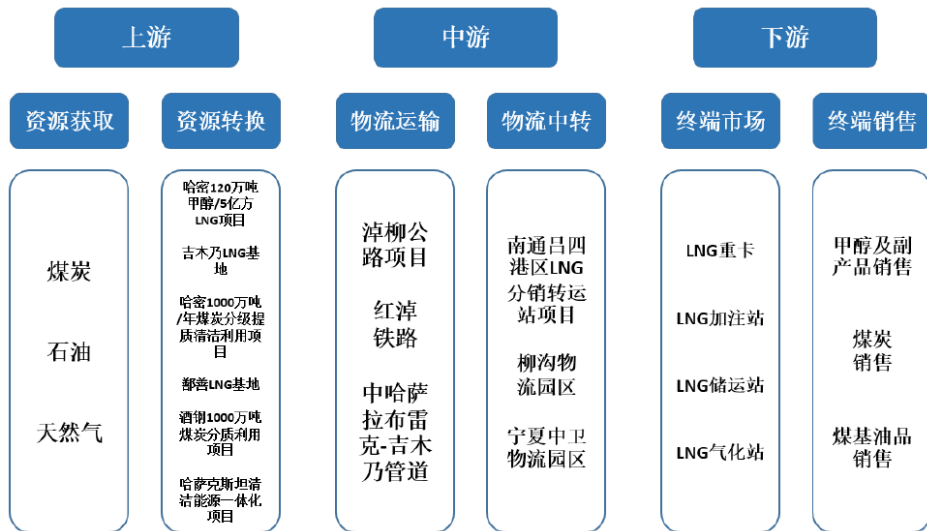
在碳达峰·碳中和的大背景下，公司在2021年开启第二次战略转型（2021-2025年），以“绿色革命”为主题，实施“一二三四”战略。

重点突出“一个主业”——天然气业务	4-5年内天然气业务收入占比超过70%
平衡发展“二个板块”——煤炭和煤化工板块	全力做好各项目技改提升和产业链向下延伸，发展循环经济
加快实现“三个转型”	转型为全球领先的二氧化碳捕集封存（CCUS）及驱油企业； 转型为国内领先的氢能源全产业链发展企业； 转型为传统化石能源与新型能源相结合的能源综合开发企业
优势叠加“四个场景”	四个最佳场景：原料供应、生产制造、市场需求、终端应用



资料来源：公司公告 中信建投

# 公司重点布局能源开发利用，同时完善运销体系



资料来源：公司公告 中信建投

资料来源：公司公告 中信建投

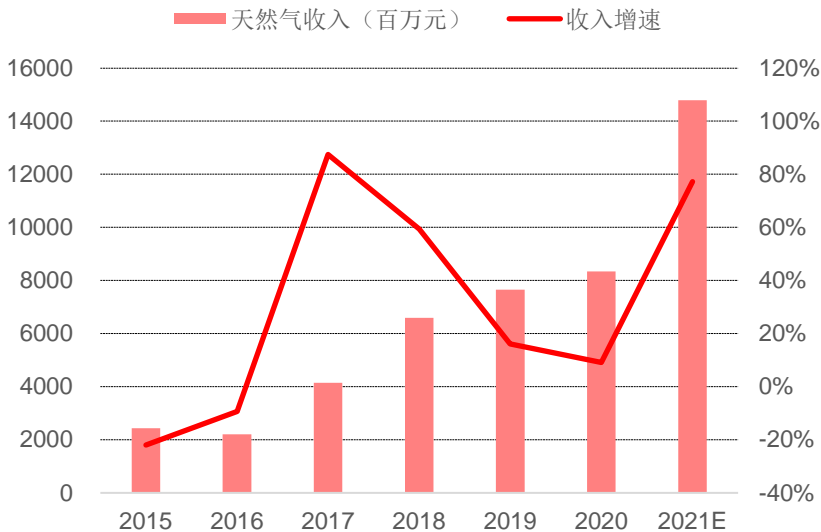
# 公司资源类项目丰富，中期和长期成长性兼备

	主要厂区或项目	设计产能	备注
天然气	吉木乃LNG工厂	150万Nm <sup>3</sup> /d液化天然气，气井产量逐步降低	气源来自公司控制的TBM公司所拥有的哈萨克斯坦斋桑油气田
	哈密新能源工厂	7亿方/年LNG	气源来自淖毛湖地区煤矿的煤制气
	江苏启东LNG中转基地	年周转量为300万吨/年LNG（折42亿方/年）	20万立方米储罐在建，预计2022年四季度周转能力可达500万吨/年LNG
煤炭	白石湖煤矿	2000万吨/年原煤	采用露天开采，当前产能为2021年7月由800万吨/年核增而来，22年预计核增至2500万吨
	马朗煤矿	1500万吨/年原煤（预计2025年达到）	采用露井联采，预计2022年取得采矿凭证
煤化工	哈密新能源工厂的煤化工项目	120万吨/年甲醇	
	陆友硫化工项目	4万吨/年二甲基二硫（DMDS）联产1万吨/年二甲基亚砷（DMSO）	以哈密煤化工项目的甲醇、尾气硫化氢等为原料，采用国内首创的甲硫醇硫化法
	煤炭清洁炼化项目&下游荒煤气制乙二醇	1000万吨/年煤炭分级提质清洁利用：510万吨/年提质煤、100万吨煤焦油；副产荒煤气部分用于年产40万吨乙二醇项目，部分用于120万吨/年煤焦油加氢项目（一期规模60万吨/年）	煤焦油已建成投产，提质煤技改项目和荒煤气制乙二醇预计2022年中前全部投产
铁路	红淖铁路项目	单线设计运力为3950万吨/年	尚有三条线待建，远期可达1.5亿吨/年的运力
其他项目	哈萨克斯坦斋桑油气开发项目	油井总计29口，仍处于试采阶段，与安徽光大矿业签订了《关于油气勘探开发合作框架协议》，通过产品分成模式合作开发	
	二氧化碳捕集（CCUS）、管输及驱油一体化项目	300万吨/年的二氧化碳捕集能力	首期10万吨/年二氧化碳捕集与利用示范工程预计2022年四季度建成
	氢能产业链发展战略规划	2022-2030年新能源装机规模6.25GW，其中“十四五”末新增新能源装机规模 3.2GW（风电255万kW，光伏65万kW）	2022年先完成示范性加氢站和氢能重卡推广的试点工程

资料来源：公司公告 中信建投

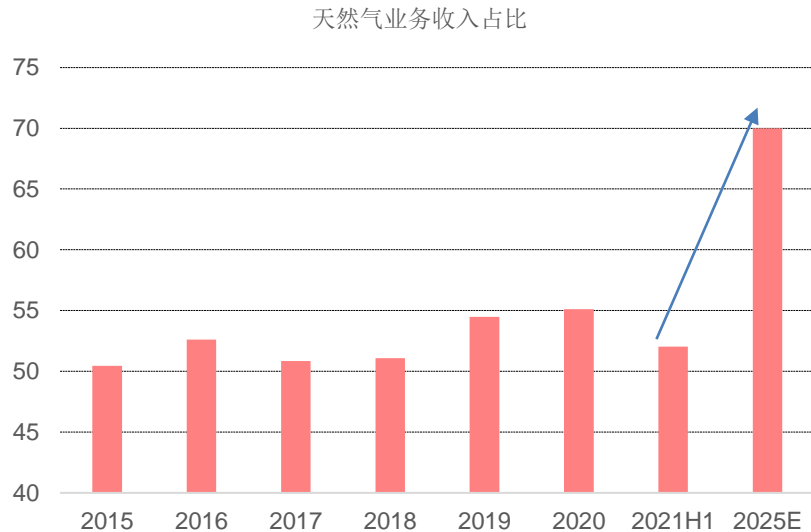
# 天然气业务将成为公司“十四五”主要增长点之一

## 公司天然气业务收入持续增长



资料来源：公司公告 中信建投

## “十四五”期间公司天然气业务收入占比目标超过70%

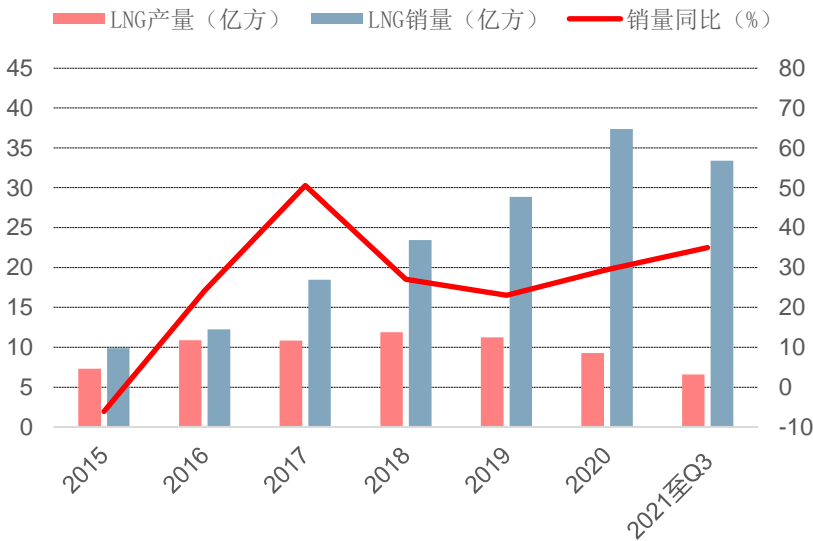


资料来源：公司公告 中信建投

# 公司天然气业务增量主要来自贸易气

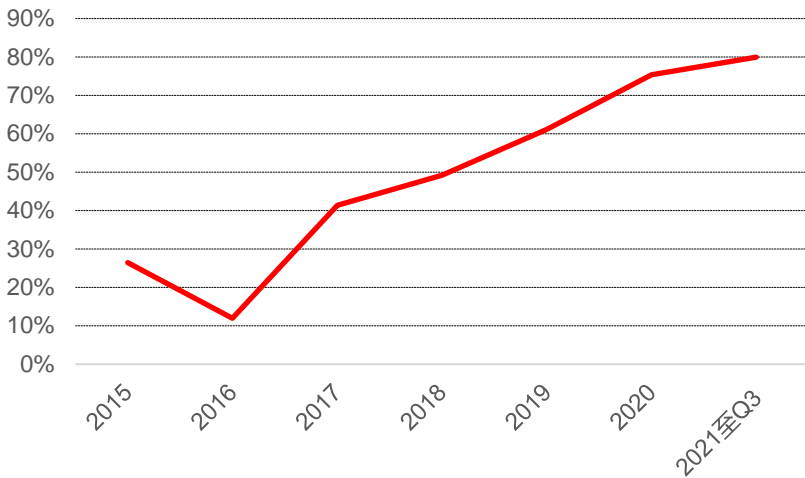
近三年公司LNG销量复合增速近30%且增速不断提升

贸易型销量占比不断提升，21年前三季度已达到80%



资料来源：公司公告 中信建投

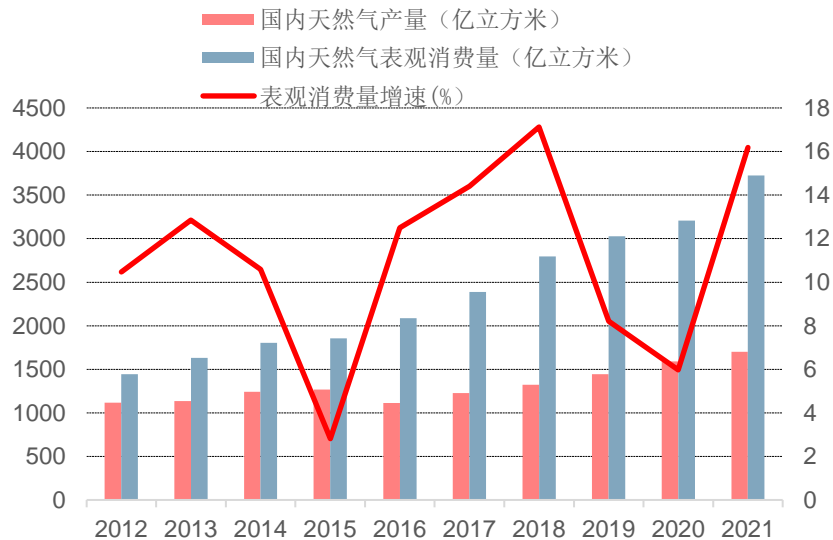
贸易气销量占比



资料来源：公司公告 中信建投

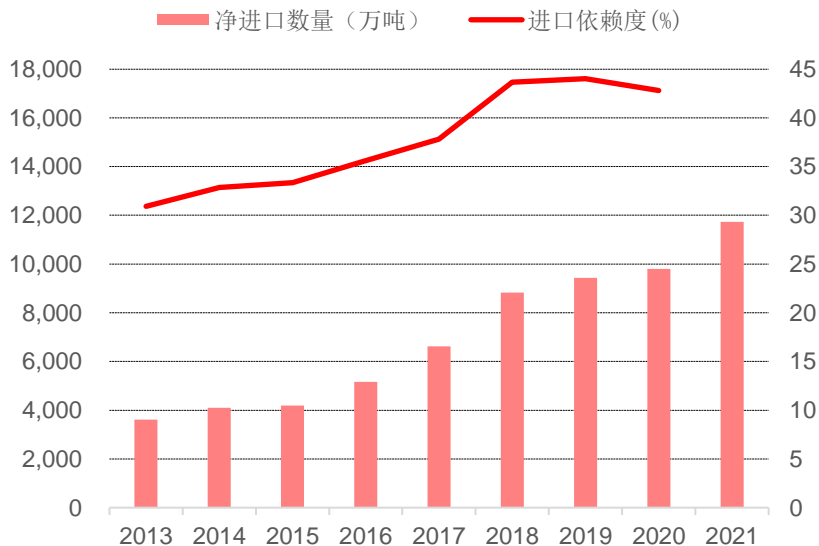
# 国内天然气进口依赖度居高不下，LNG成为主要进口方式

## 2015年以来我国天然气表观消费量增速大于产量增速



资料来源：国家统计局、中信建投

## 2018年以来我国天然气进口依赖度始终维持在较高水平



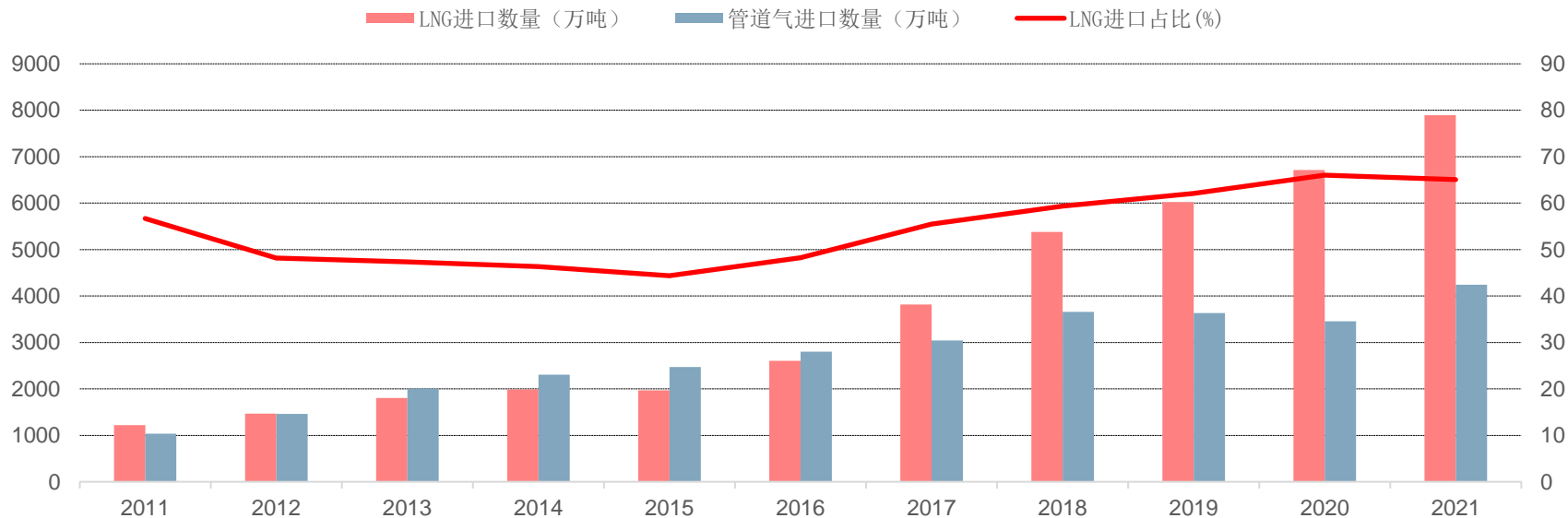
资料来源：国家统计局、海关总署、中信建投

● 国家发改委发布的《能源生产和消费革命战略》提出，到2030年，天然气在我国一次能源消费中占比达到15%左右，而2020年占比只有8.4%。在可预见的未来，我国天然气需求仍将保持较快增长趋势。国家能源局发布的《中国天然气发展报告（2021）》预计到2025年我国天然气消费规模达到4300亿-4500亿立方米，2030年达到5500亿-6000亿立方米；预计天然气产量2025年达到2300亿立方米以上，在2040年后较长时期稳定在3000亿立方米以上水平。由此可见至少“十四五”期间，我国天然气进口依赖度仍然居高不下。



# 国内天然气进口依赖度居高不下，LNG成为主要进口方式

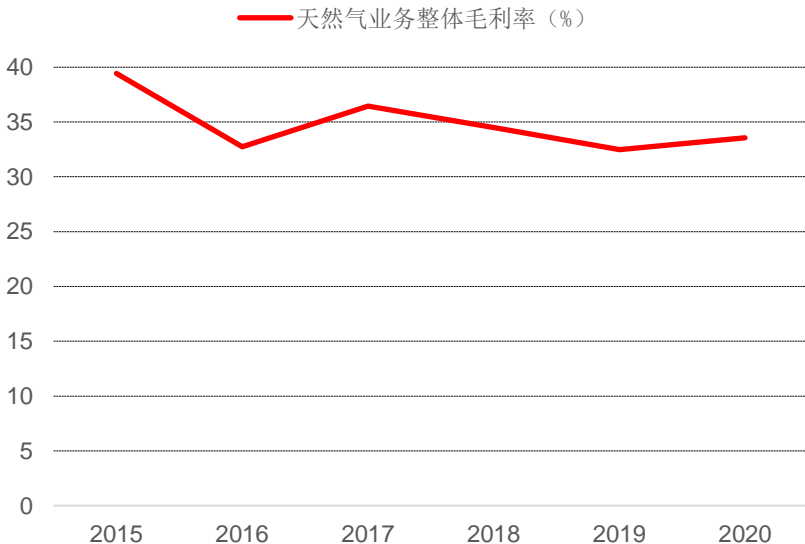
2016年以来我国天然气进口方式中LNG占比不断提升



资料来源：海关总署 中信建投

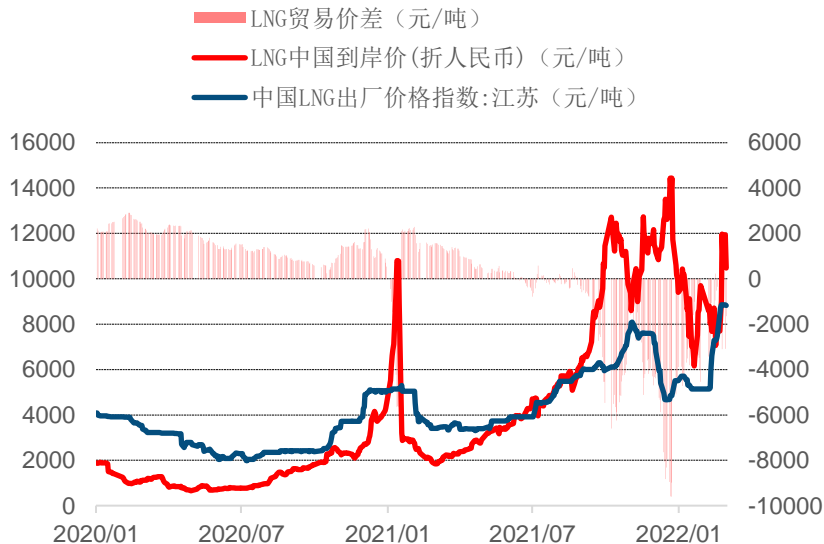
# 公司长协储备充分保障LNG业务盈利基础

公司天然气业务毛利率较为稳定，过去五年均高于30%



资料来源：公司公告 中信建投

21年绝对价格走强但内外价差走弱，公司长协储备作用巨大



资料来源：公司公告 中信建投

●公司LNG业务通过与道达尔等油气巨头签订长协，成本端优势显著。

# 以利润为主导“一气多销”构成公司特有竞争优势

2022年公司LNG业务“一气多销”模式有助于在进口价差不利时提升公司盈利能力

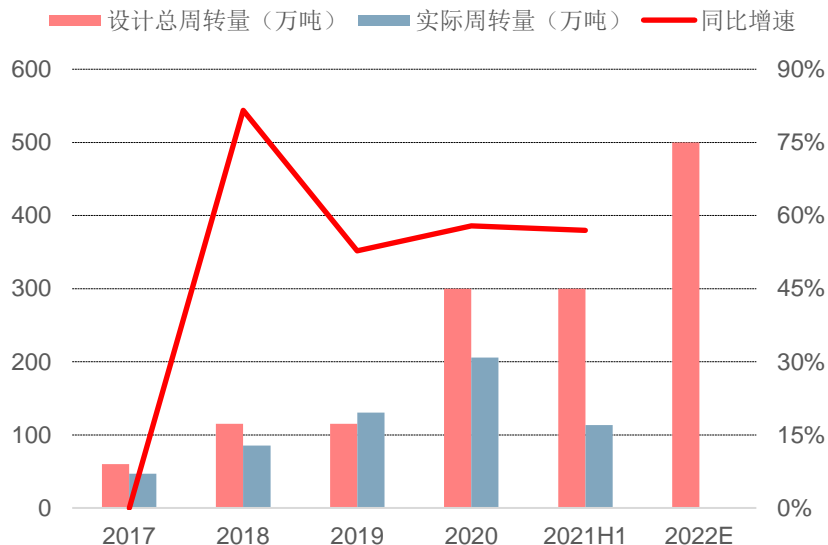
	销售模式	业务模式和下游类型
传统贸易模式	液进液出	进口LNG并通过槽车运至LNG气化站、LNG瓶组站及加注站等终端供应站，满足汽车用气、工业用气和民用气的需求
	液进气出	通过将LNG气化还原后进入管道，随着启通天然气管线项目投入运行，未来将重点参与城市管网建设，向城燃公司和电厂等供气
灵活销售模式	海外转销	直接将采购的LNG在海外转销给售价更高的其他国家和地区
	代接卸	利用启东港口的泊位为中石化等企业代接卸，收取固定的接卸费（例如550元/吨）

资料来源：公司公告、中信建投

- 传统的LNG贸易模式中具体销售方式包括液进液出和液进气出，本质上都是进口海外天然气销售给国内市场。当进口价差长期为负值时，传统模式较难盈利。
- 公司结合当下市场，决定在2022年采取以利润为主导的“一气多销”销售模式，新引入了海外转销和代接卸的模式。例如公司公告2022年1月实现LNG转口贸易2船，共计12.65万吨。而因海外转销空出的泊位正好可用于代接卸业务，赚取固定的接卸费。

# 公司启东LNG接收站持续扩容保障放量基础

## 公司启东LNG接收站实际周转量维持高增速



资料来源：公司公告 中信建投

## 公司启东LNG接收站扩容进程持续推进

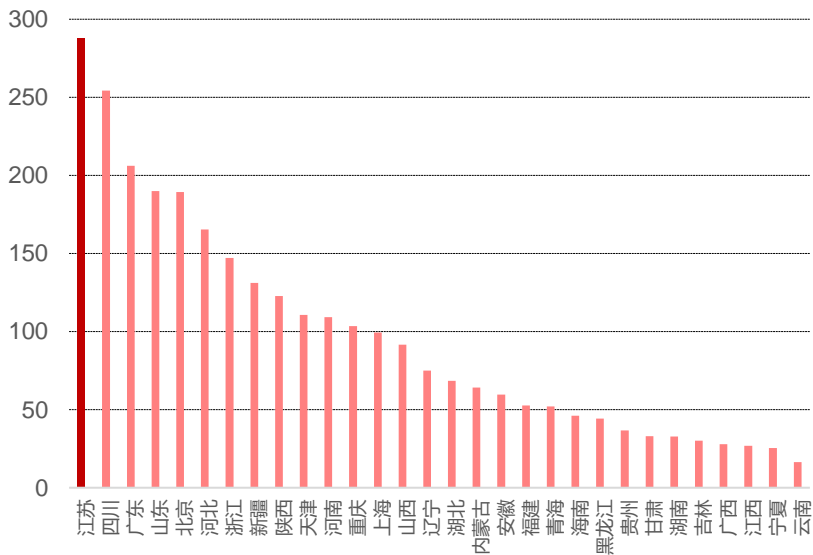
	新增LNG储罐罐容 (万吨)	投产时间	累计设计周转量 (万吨)
启东一期	2*5	2017年6月	60
启东二期	16	2018年11月	115
启东三期	16	2020年6月	300
启东四期	20	预计2022年四季度	500
待定	2*20	规划十四五期间	1000

资料来源：公司公告 中信建投

●公司LNG接收站扩建项目的政策保障充分：江苏省“十四五”规划指出“推进LNG‘海进江’，着力打造沿海千万吨级LNG接收站”。2021年12月17日国务院正式批复《江苏沿海地区发展规划》，其中提到“加快南通如东液化天然气（LNG）项目建设，继续开展连云港等液化天然气（LNG）项目前期工作”。

# 江苏为天然气消费大省，省内天然气管网发达

2019年江苏在各省天然气消费量（亿立方米）中占比较高



资料来源：2019中国能源统计年鉴 中信建投

西气东输管网江苏省内干线明细

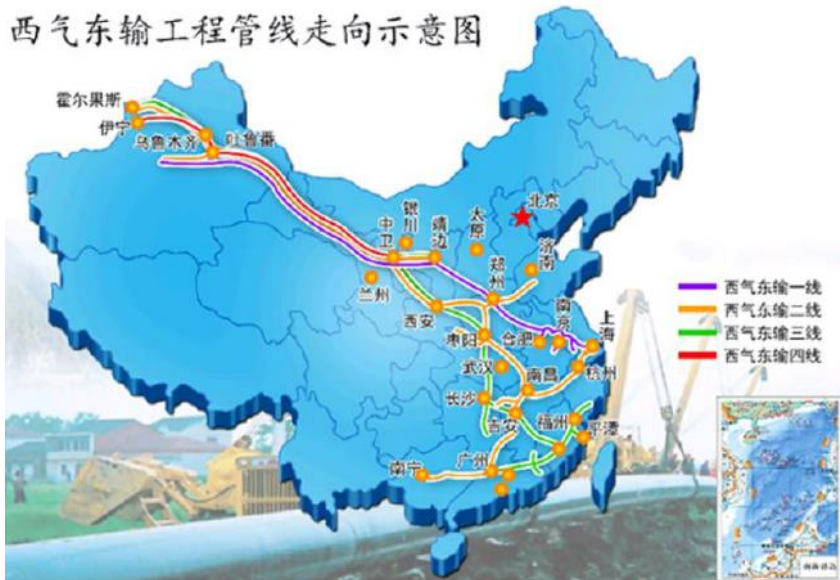
	走向/位置	长度 (公里)	投产时 间	运输能力 (亿方/年)	途径省 市
冀宁联络线干线	江苏邳州-江苏南京	389	2006	56	江苏
1.邳-徐支线	江苏邳州-江苏徐州	55.1	2007	11.8	江苏
2.邳-连支线	江苏邳州-江苏连云港	142	2006	4.4	江苏
3.江都-泰州	江苏扬州-江苏泰州	221.8	2010	135	江苏
4.泰州-如东管道	江苏泰州-江苏南通		2011		
5.淮安至刘庄储气库联络线	江苏淮安	48.1	2011	7	江苏

资料来源：国家发改委 中信建投

# 公司启通管线接入西气东输管网带来稳健增量需求

西气东输工程管线走向示意图

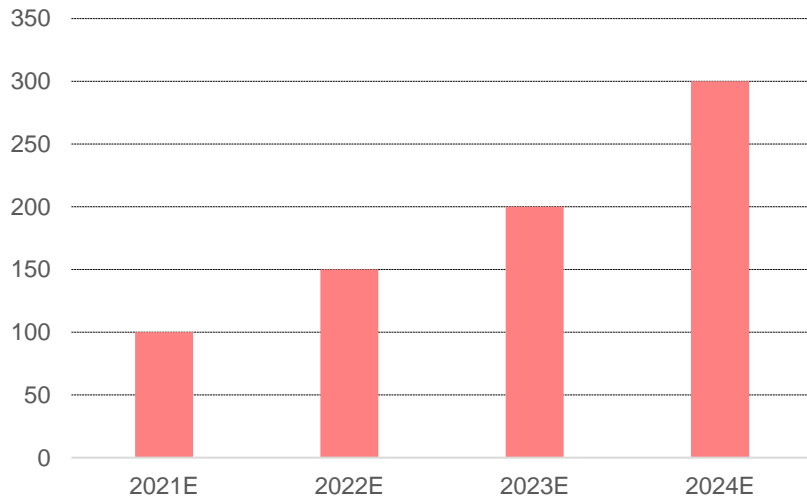
西气东输工程管线走向示意图



资料来源：产业信息网 中信建投

“十四五”期间公司LNG下游管道贸易量有望稳步增长

液进气出量预估（万吨/年）



资料来源：公司公告 中信建投

●公司启通天然气管线项目已于2020年12月投入试运行，并与中石油西气东输南通站正式完成互联互通，具备天然气上载条件。该管道设计能力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。

# LNG接收站多为国营或央企控股，进入壁垒较高

现有LNG接收站多为国家管网或“三桶油”旗下

国内在建LNG接收站项目不完全统计

公司或控股方	LNG接收能力（万吨/年）	LNG接收站数量
国家管网	2760	7
中国海油	2260	4
中国石油	1360	3
中国石化	1200	2
申能股份	900	2
广汇能源	300	1
新奥股份	300	1
九丰能源	150	1
深圳燃气	80	1

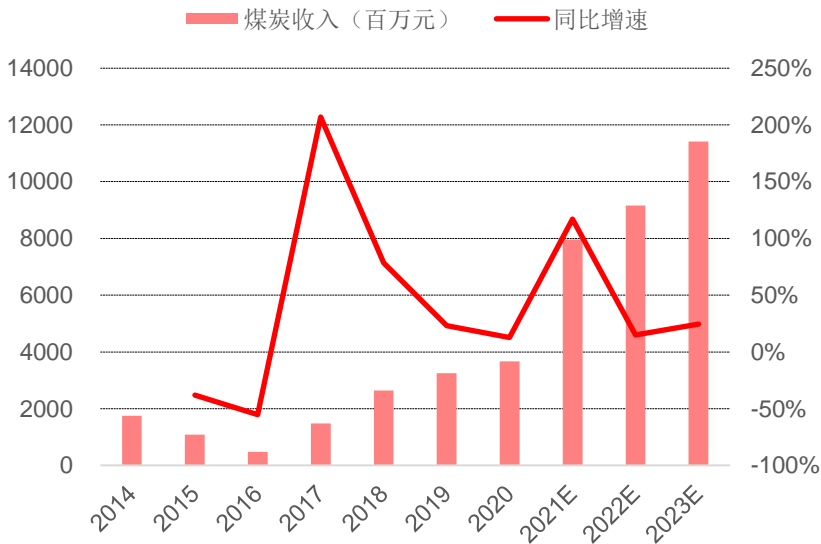
省市	项目	规划投产时间	年规模	控股方或主要股东
河北	曹妃甸新天唐山LNC接收站	2021年	1200万吨	河北建投
天津	中海油天津LNG二期项目	2021年	600万吨	国家管网、中海油
山东	龙口南山LNG接收站项目一期	2021年	500万吨	国家管网
山东	龙口港LNG接收站	2021年	600万吨	中海油、龙口港集团
江苏	华电赣榆LNG接收站	2021年	600万吨	华电
江苏	中天江阴LNG储配站项目	2021年	200万吨	中天
浙江	浙江嘉兴LNG应急调峰储运站	2021年	100万吨	杭州、嘉兴燃气
浙江	新奥舟山接收站及加注站二期	2021年	200万吨	新奥
浙江	玉环市大麦屿能源（LNG）中转储运项目	2021年	200万吨	君安能源
广东	潮州华丰中天LNG储配站	2021年	100万吨	中天能源
天津	北京燃气天津南港 LNG应急储备项目	2022年	500万吨	北京燃气
山东	东营港LNG接收站	2022年	200万吨	鲁信集团、海诺港务
浙江	温州液化天然气（LNG）项目	2022年	300万吨	浙江浙能
福建	漳州LNG接收站项目	2022年	300万吨	国家管网、中海油
广东	广州LNG应急调峰气源站	2022年	100万吨	广州燃气
广东	中石油深圳LNG接收站	2022年	600万吨	中石油
江苏	中海油滨海 LNG接收站	2023年	600万吨	中海油
广东	惠州LNG接收站	2023年	280万吨	广东能源
广东	潮州华瀛LNG接收站	2023年	600万吨	华瀛天然气
广东	茂名协鑫西LNG接收站	2023年	600万吨	协鑫
广东	揭阳LNG项目	2023年	650万吨	中石油
广东	阳江LNG调峰储气库	2024年	100万吨	粤电、太平洋油气
广东	珠海直湾岛LNG接收站	2025年	500万吨	澳门天然气
福建	中国国储漳州LNG接收站项目		300万吨	中国国储
广东	江门广海湾LNG接收站		600万吨	九丰

资料来源：上市公司公告 中国电力网 中信建投

资料来源：公司公告 中信建投

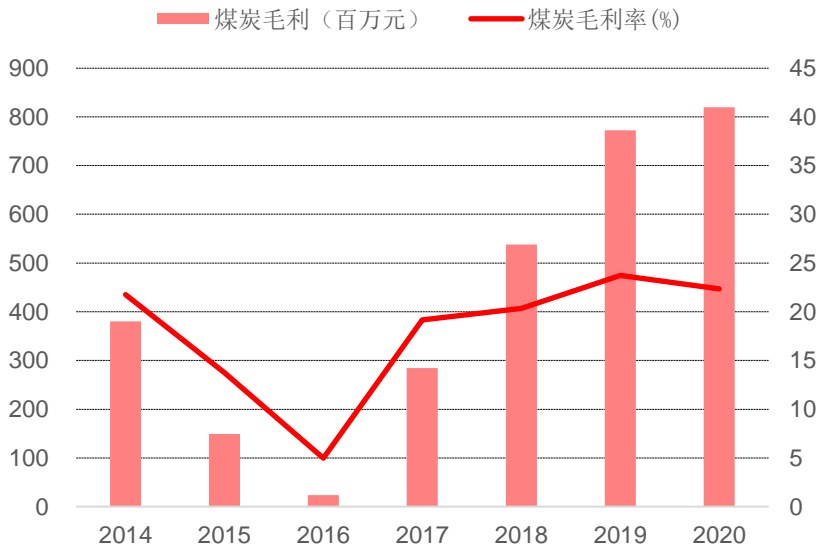
# 煤炭业务量价齐升，成为公司另一大增长支撑

2017年以来公司煤炭业务收入持续快速增长



资料来源：公司公告 中信建投

近三年煤炭业务毛利率整体进一步修复



资料来源：公司公告 中信建投

●公司煤炭业务具备量价齐升的基础：（1）白石湖煤矿2022年有望超预期核增500万吨，马朗煤矿预计2022年底开始开采，2023-2025年产能为500、1000、1500万吨，还有东部矿区作为长期储备；（2）随着红淖三铁路通车和煤炭产量提升，煤炭疆外销售占比提升，叠加提质煤技改完成后售价显著提升，公司煤炭单吨利润改善空间显著。



# “十四五”新疆大型煤矿产能仍保持净增长

- 节选自《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》
- 建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设，稳妥推进煤制油气战略基地建设。有序发展现代煤化工产业。实现煤制气与其他化工产品季节性转换的工艺技术突破。实施煤炭分级分质清洁高效综合利用，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。

## “十四五”内煤炭产能有望再翻倍，铁路和提质煤助力利润提升

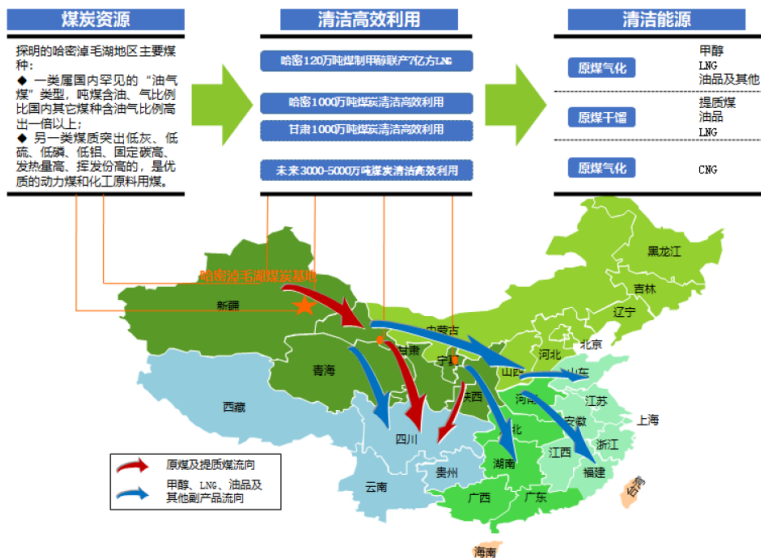
煤矿资源	主要煤种	资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)	设计产能 (万吨/年)	开采方式和开采进度
白石湖煤矿	长焰煤	1772.90	1699.55	2000 (2022年有望核增至2500)	采用露天开采
马朗煤矿	长焰煤	1808.83	1298.04	1500 (预计2025年达到)	采用露井联采, 预计2022年取得采矿凭证, 2023年产能达到500万吨
东部矿区	长焰煤-不粘煤	3014.81	3013.32	待定	暂不做开发

资料来源：公司公告 中信建投

- 2021年7月公司白石湖煤矿年产能由800万吨核增至2000万吨，2022年有望超预期核增至2500万吨。
- 2022年公司马朗煤矿有望取得开采权，2023-2025年预估年产能为500、1000、1500万吨。
- 公司露天矿井占比很高，开采成本较低，同时煤质优良，经过清洁炼化项目提质处理后售价有望大幅增长。
- 公司自营红淖铁路打通了出疆通道，有助于增加煤炭疆外销售占比，提升单吨售价。

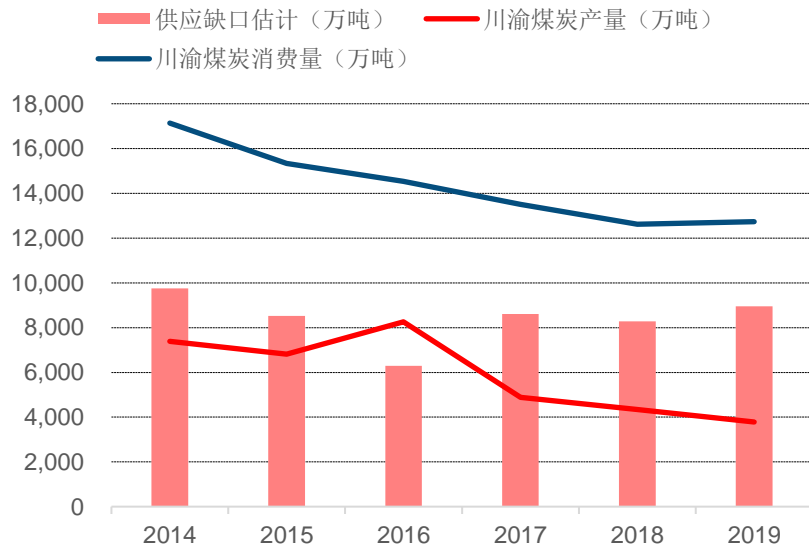
# 公司煤炭销售地从疆内和甘肃往川渝拓展

公司煤炭和煤化工业业务销售路线示意图



资料来源：公司公告 中信建投

川渝地区煤炭供应存在较大缺口



资料来源：公司公告 中信建投

- 公司疆煤外售地主要面向甘肃和川渝地区，未来出疆销售比例会进一步提升，有助于公司提升单吨售价。

# 自营红淖铁路扩大煤炭销售半径并带来增量利润

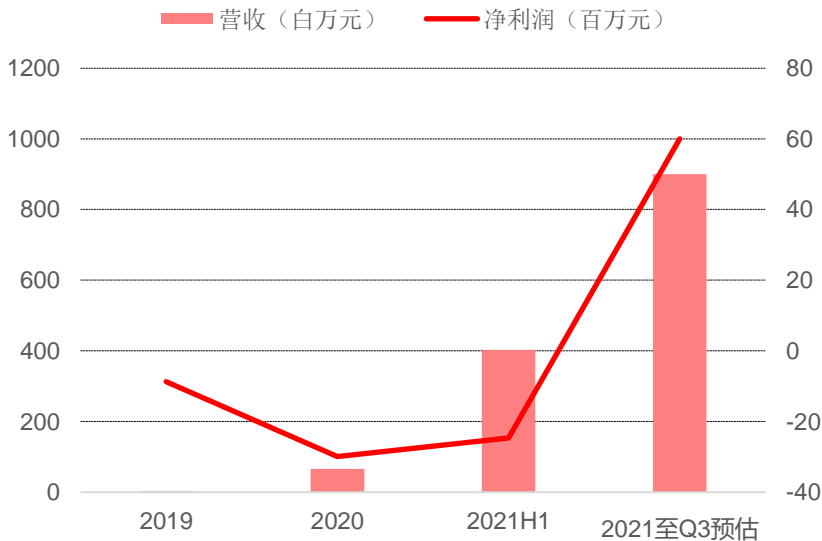
## 公司自建的红淖铁路示意图



资料来源：公司公告、中信建投

●公司自营红淖铁路项目位于新疆哈密地区，自兰新铁路红柳河车站引出，终点为伊吾县淖毛湖镇，线路全长435.6km，沿线共设27个车站。其中红柳河至淖毛湖段正线全长313.09km，淖毛湖矿区段全长122.51km。单吨每公里运价在2021年内由0.2元上调至0.25元，即经红淖线的单吨平均运价在80-110元左右。

## 公司红淖铁路2021年实现扭亏

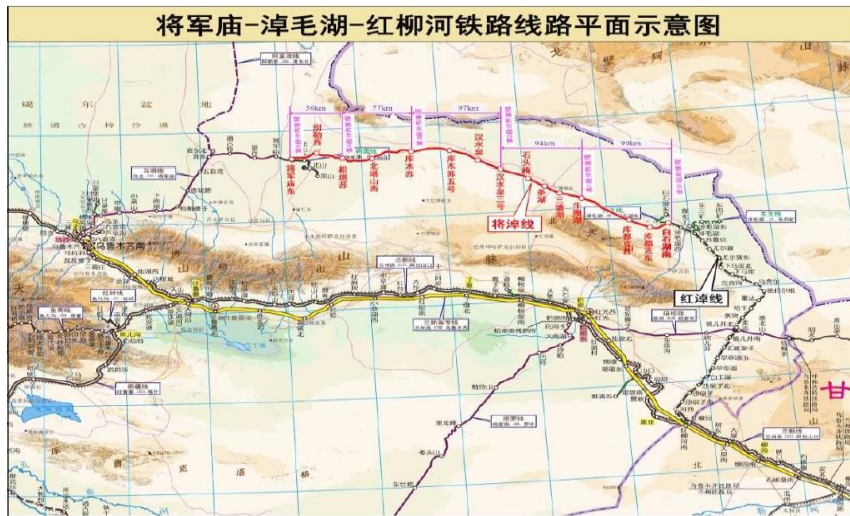


资料来源：公司公告、中信建投

# 将淖线通车后公司红淖线将成为准东煤炭出疆要道

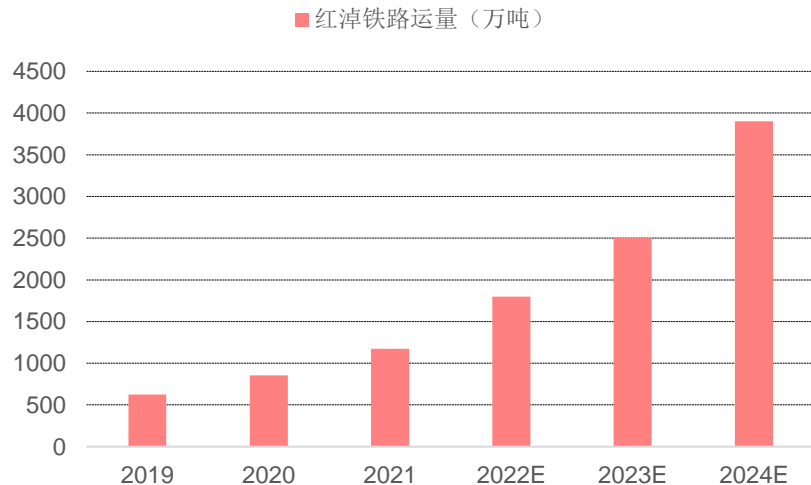
将淖线通车后准东煤炭可走铁路直下甘肃

公司红淖铁路在23年将淖线通车后有望达到满负荷



资料来源：公司公告 中信建投

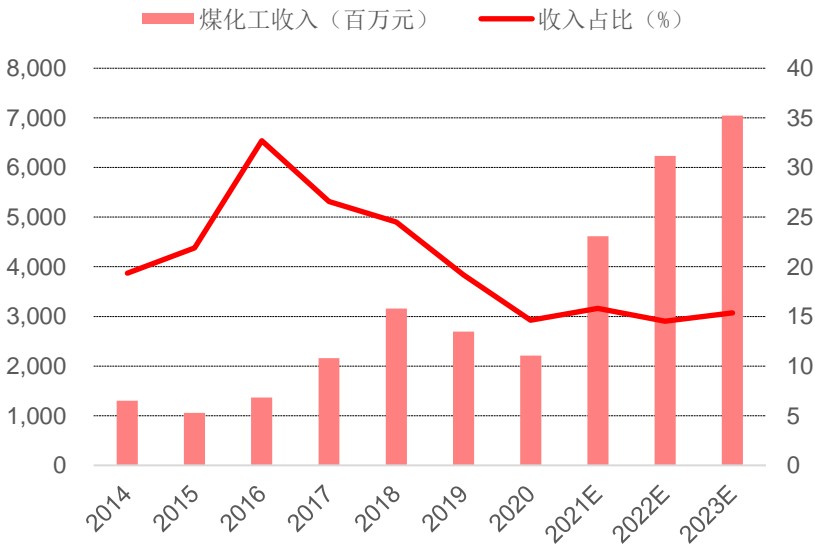
●目前新疆正在推进将淖铁路建设，全长438公里，预计2023年通车。将淖线由8家企业共同参股，广汇物流为第三大股东，将淖线与红淖线接轨，服务吐哈、准东两大新疆煤田，向西向北分别与乌准铁路和阿富准铁路相连，向东分别与兰新铁路、哈临铁路相连，进而达到河西走廊、川渝、内蒙及京津冀地区，将淖铁路建成通车后，将为红淖铁路带来可观的运输增量。



资料来源：公司公告 中信建投

# 公司煤化工业务仍有显著改善的空间

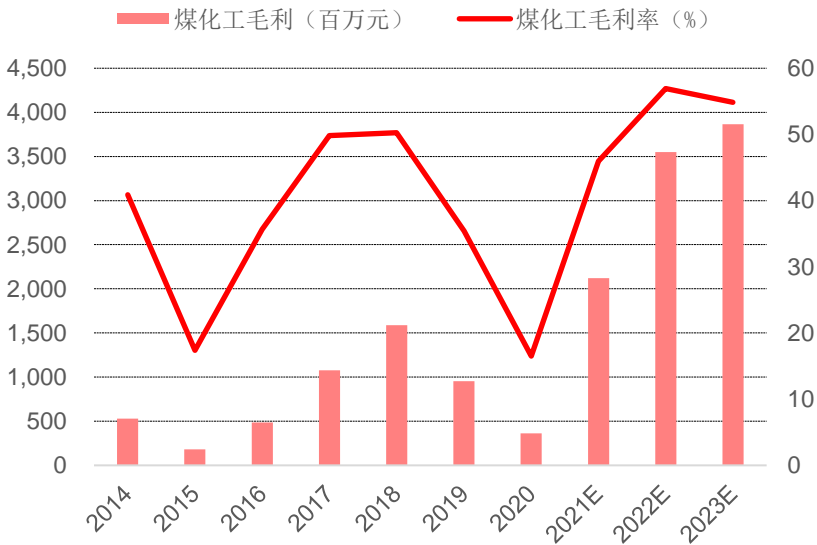
## 煤化工营收迎来显著拐点



资料来源：公司公告 中信建投

●2021年煤化工业务迎来修复拐点，2022年业绩弹性有望进一步释放：2020年由于疫情冲击叠加1000万吨清洁炼化项目未建成，公司煤化工业绩构成低点；2022年，随着清洁炼化项目全面投产后开工负荷提升，叠加年中40万吨荒煤气制乙二醇投产，再考虑到油价上涨带动煤焦油价格不断新高，公司煤化工业务的增量弹性值得期待！

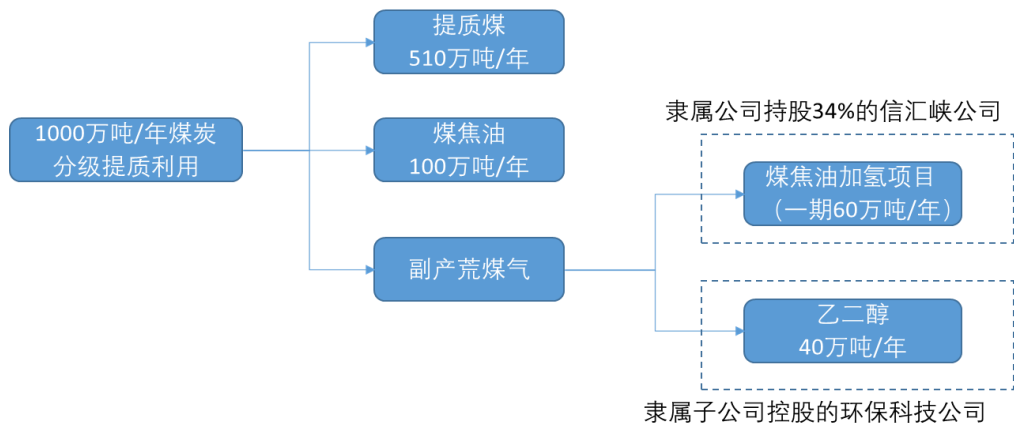
## 煤化工业务毛利和毛利率有望大幅改善



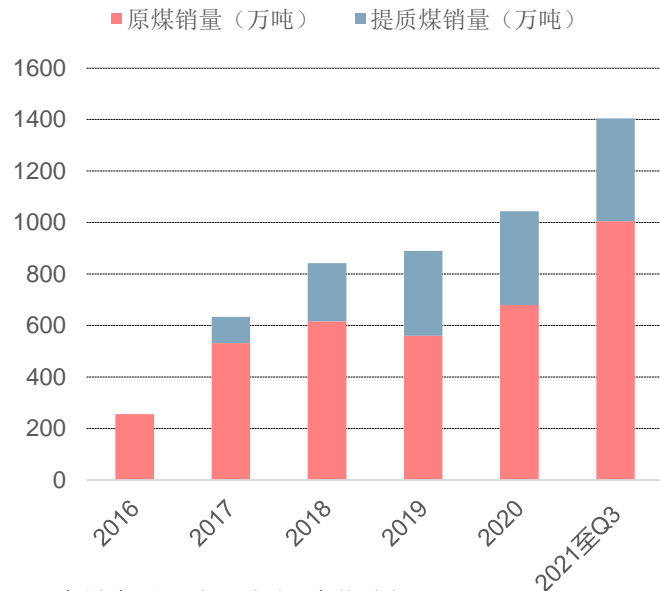
资料来源：公司公告 中信建投

# 1000万吨煤炭分级提质利用项目充分提升附加值

## 1000万吨煤炭分级提质利用项目示意图



## 公司提质煤销量不断提升



资料来源：公司公告 中信建投

资料来源：公司公告 中信建投

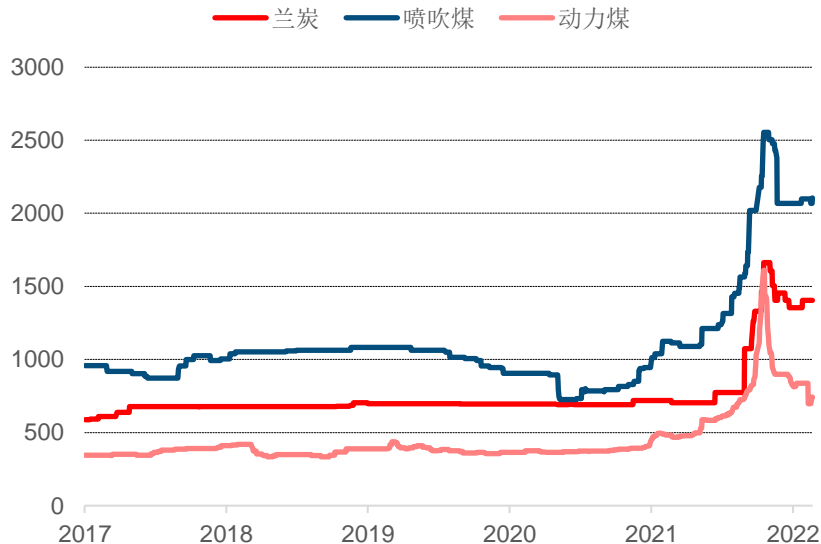
# 清洁炼化项目中提质煤的种类介绍

## 动力煤、喷吹煤、兰炭对比

类别	定义	特点	分布	应用领域
动力煤	凡是以发电、机车推进、锅炉燃烧等为目的，产生动力而使用的煤炭都属于动力用煤，简称动力煤。按照煤化程度分类，动力煤主要包括褐煤、长焰煤、不粘结煤、贫煤、气煤等	对动力煤的热值、挥发分、灰分的要求比化工煤（如炼钢用的焦煤）低	内蒙古自治区储量最多，占全国动力煤储量的32.52%，其次是陕西、新疆、山西、贵州，分别占有18.42%、17.23%、12.61%和5.23%。	绝大部分用来发电，工业锅炉也有一些用量
喷吹煤	喷吹煤是指代替焦炭炼钢用煤	结焦性低、灰分较低，固定碳相对较高，可磨性好	阳泉、永城、晋城、宁夏汝箕沟、京西、焦作、兰花、神火、峰峰、邯郸、皖北等无烟煤矿区，潞安、西山、鹤壁等贫煤、半无烟煤矿区，东胜、神府、大同等弱粘煤矿区	主要应用在高炉喷吹
兰炭	又称半焦、焦粉，是利用精煤块烧制而成的	固定炭高、比电阻高、化学活性高、含灰份低、铝低、硫低、磷低	产区主要为陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯、河北曹妃甸、宁夏平罗和宁东、新疆哈密、吐鲁番和昌吉州	主要应用于电石、铁合金、冶金、电厂、炭质吸附剂等行业

资料来源: Mysteel 煤炭资源网 中信建投

## 西北地区兰炭、喷吹煤、动力煤价格（元/吨）对比



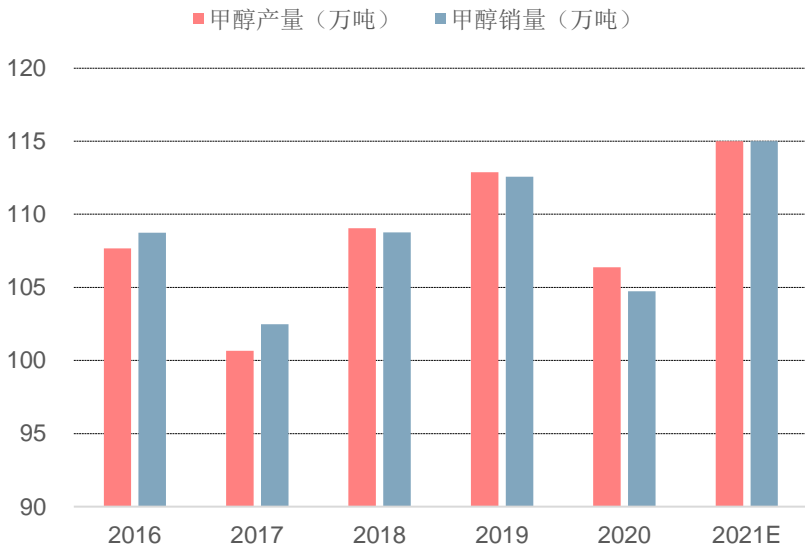
资料来源: Wind 中信建投

●一期工程中1000万吨年原料煤经筛分后，分质进入煤干馏装置加工，通过备煤、炭化、筛焦和煤气净化等工段，能生产出510万吨提质煤、100万吨粗芳烃、341.73万吨荒煤气和1.14万吨硫磺。其中提质煤的产品指标为：水分Mt不高于17%、灰分Ad不高于13%、挥发分Vdaf不高于10%、弹筒发热量(Qb, ad)在29-31MJ/Kg, 硫St, d不高于0.5%，固定碳Fcad在80%-85%。



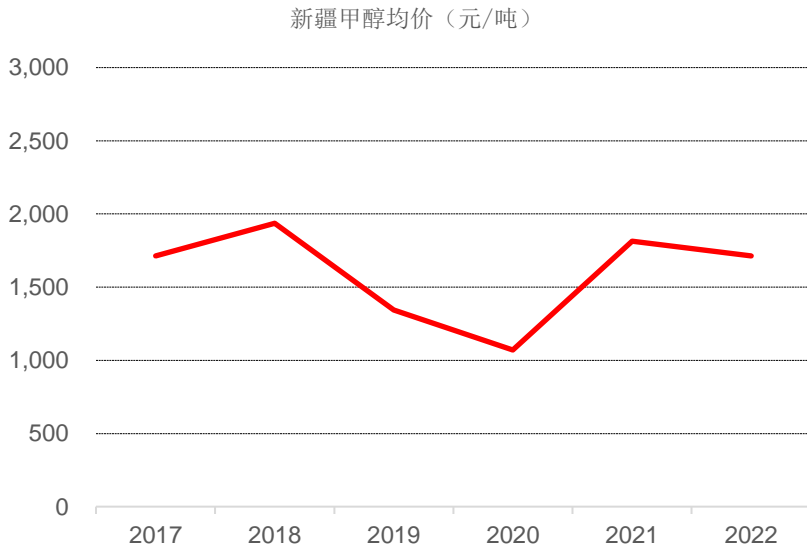
# 新能源工厂120万吨甲醇产销达高位，盈利向好

## 2021年新能源工厂120万吨甲醇项目开工率回到高位



资料来源：公告公告 中信建投

## 2021年新疆甲醇销售均价显著回升



资料来源：Wind 中信建投

# 公司附近新投煤制烯烃，甲醇供需格局良好

## 2022年国内新增甲醇产能估计

地区	企业简称	产能（万吨/年）	原料类型	预计投产时间
华东	安徽临涣	50	焦炉气	2022年1月初
西北	内蒙古久泰	200	煤单醇	2022年1季度
华中	安阳顺利	11	二氧化碳加氢	2022年1月初
西北	宁夏鲲鹏	60	煤单醇	2021年1月初
华北	山西永鑫	20	焦炉气	2022年6月
华东	徐州龙兴泰	30	焦炉气	2022年4季度
华中	河南晋开延化	30	煤单醇	2022年4季度
合计		401		

## 2022年新疆新增甲醇主要下游情况估计

区域	公司名称	下游名称	产能（万吨/年）	甲醇需求量	投产时间
新疆	新疆恒有	聚烯烃	20	60	2022年3月
新疆	云天化新疆	甲醛	20	10	2022年3月

资料来源：卓创资讯 隆众资讯 中信建投

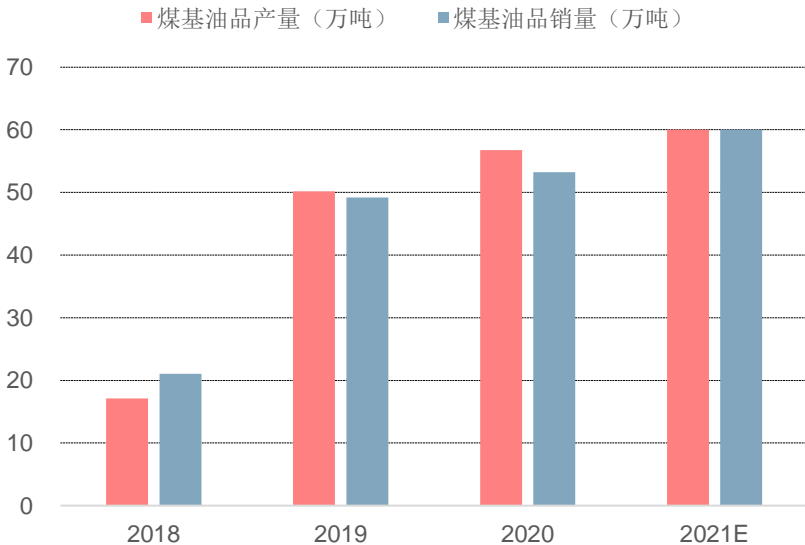
资料来源：卓创资讯 中信建投

●2022年新疆地区甲醇供需格局向好：当地无新增产能，下游需求新增新疆恒有聚烯烃20万吨、云天化甲醛产能10万吨，对应新增甲醇理论需求70万吨，其中新疆恒有聚烯烃工厂位于公司哈密新能源工厂煤制甲醇项目周边，还可节省公司甲醇外售的运费。

●从长期来看，考虑到新疆地区未来经济增长潜力较大，同时资源禀赋决定了当地煤化工产业仍有巨大发展机遇。随着公司通过CCUS项目节省碳排放指标，未来可能进一步新增煤化工项目。

# 油价上涨带动100万吨煤焦油项目盈利进一步改善

## 煤焦油项目全面投产后产销量不断提升



资料来源：公司公告 中信建投

## 国际原油价格上涨对煤焦油价格带动作用明显

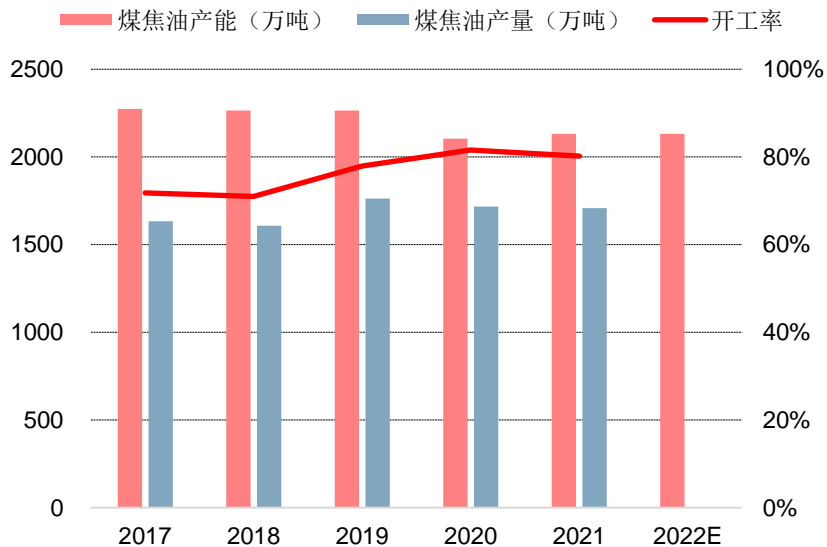


资料来源：Wind 中信建投

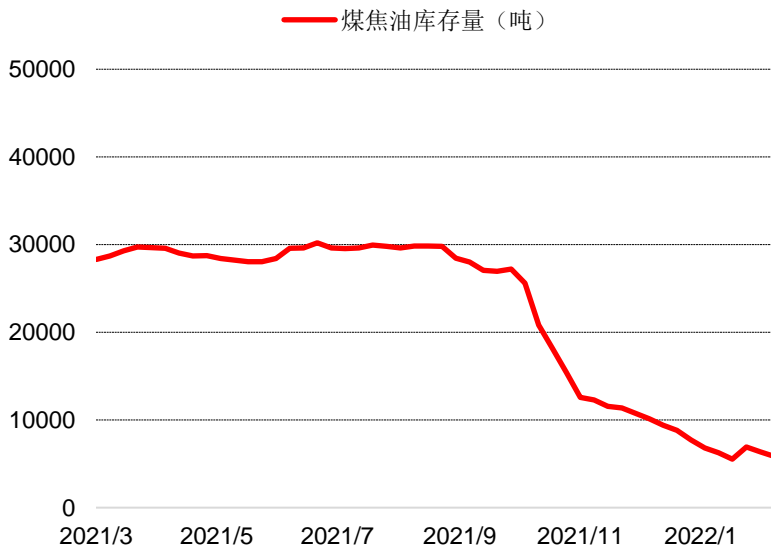
# 煤焦油国内供需格局向好，库存降至低位

22年国内煤焦油基本无净新增产能，开工率有望提升

2021年四季度以来国内煤焦油库存去化较快



资料来源：公司公告 中信建投



资料来源：百川盈孚 中信建投

# 荒煤气制乙二醇项目成本优势显著

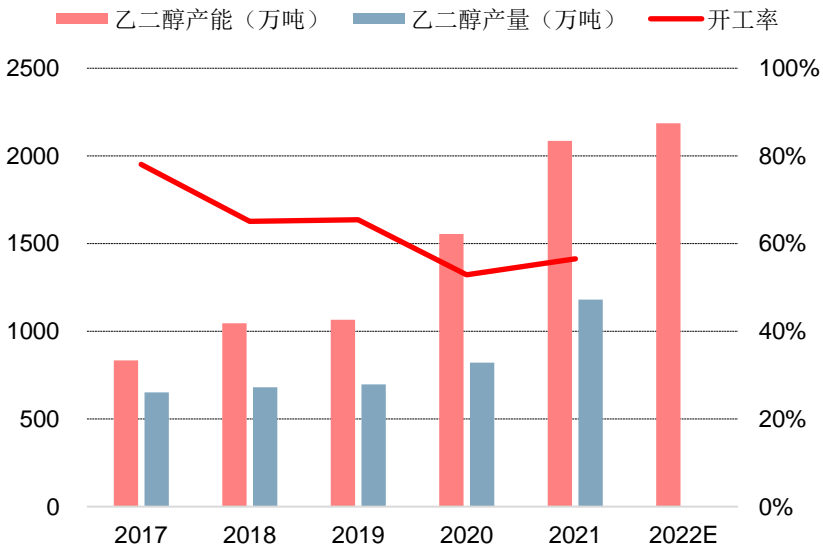
- 公司将荒煤气通过转化、气体净化分离装置提纯获得合格的一氧化碳、氢气，再经五环工程公司联合体草酸酯法生产乙二醇，采用“WHB合成气制聚酯级乙二醇”第三代技术。该项目预计2022上半年投产。
- 荒煤气制乙二醇的单吨完全成本在2000-3000之间，如果只考虑原料成本只有2000左右，而公司乙二醇往华东地区运费为800元/吨左右，按照华东销售均价5000计算，单吨毛利润1200-2200元/吨，即40万吨项目完全达产后有望贡献年毛利润增量4.8亿元以上。
- 国内煤制乙二醇企业的成本对比

	工艺	平均成本估算（元/吨）
广汇能源	荒煤气制乙二醇	2000-3000
丹化科技	乙二醇、草酸联产	5025
亿利洁能	乙二醇、甲醇、合成氨联产	4143
阳煤化工	乙二醇、LNG联产	3852

资料来源：公司公告 天风期货 中信建投

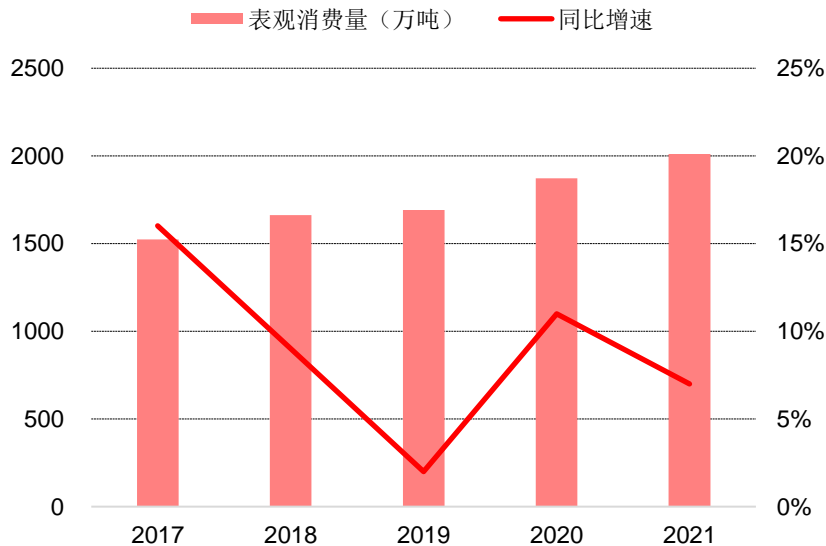
# 2022年国内乙二醇产能增速有望显著放缓

## 2021年乙二醇开工率出现回升



资料来源：公司公告 中信建投

## 国内乙二醇表观消费量和同比增速



资料来源：公司公告 中信建投

# 公司响应国家和自治区战略积极布局新能源产业链

- ——以下为新疆自治区“十四五”规划中关于能源利用的表述
- 落实国家能源发展战略，围绕国家“三基地一通道”定位，加快煤电油气风光储一体化示范，构建清洁低碳、安全高效的能源体系，保障国家能源安全供应。
- 建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设，稳妥推进煤制油气战略基地建设。实现煤制气与其他化工产品季节性转换的工艺技术突破，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。
- 建设国家新能源基地。建成准东千万千瓦级新能源基地，推进建设哈密北千万千瓦级新能源基地和南疆环塔里木千万千瓦级清洁能源供应保障区，建设新能源平价上网项目示范区。
- 建设国家能源资源陆上大通道。扩大疆电外送能力。
- 发展壮大新能源产业。加强风电关键设备及零部件研发和生产，有序发展分布式光伏发电。推进风能、光伏发电进行电解水制氢。

# 公司发布氢能产业链战略发展规划

	“十四五”	2022-2025	“十五五”	2026-2030
新增加氢站	21座	2022年1500kg/d加氢站1座 2023-2025年1500kg/d加氢站20座	25座	1500kg/d加氢站25座
新增电解水制氢站	198套	1000Nm <sup>3</sup> /h制氢装置	339套	1000Nm <sup>3</sup> /h制氢装置
新增氢燃料重卡	700辆	2022年50辆氢燃料重卡 2023-2025年650辆氢燃料重卡 2025年末替代率达总车辆10%以上	865辆	2030年末替代率达总车辆20%以上
新增风力发电	255万kW	风电配套储能51万kW	245万kW	风电配套储能49万kW
新增光伏发电	65万kW		60万kW	
规划用电负荷	77.57亿kW·h/a	含规划制氢用电负荷36.72亿kW·h/a	71.38亿kW·h/a	含规划制氢用电负荷66.48亿kW·h/a
规划新增用氢需求	60632.54t/a		119589t/a	
规划新增年用水量	109.6万m <sup>3</sup> /a		215.04万m <sup>3</sup> /a	
新增新能源发电总装机规模	320万kW	风电255万kW，光伏65万kW	305万kW	风电245万kW，光伏60万kW

资料来源：公司公告 中信建投



# 公司在氢能产业链拓展方面具备天然优势

- **最佳的原料供应场景：**（1）已建成了成熟的大型煤炭及煤化工基地，建成投产9个煤化工项目，具有丰富的可利用工业富余气体资源，是“灰氢”生产与制造的主要基地。（2）本次规划项目地风、光资源丰富，风电和光伏发电的互补特性都较好，可实现源、网、荷、储的深度协同。
- **最佳的生产制造场景：**（1）公用工程：公司煤化工生产基地园区内工业土地储备丰富，各项公用工程设施齐备，并已投资建成物流通道及中转运输设施，可将原有业务与新能源产业发展相结合。（2）专业技术：目前公司已培养优质的专业技术研发人员；申请专业技术研发专利160余项；拥有9家技能大师工作室，其中2家为国家级工作室，具备较强的研发能力。
- **最佳的市场需求场景：**氢气的市场需求应用场景与天然气的应用高度相似，未来氢的生产、储存、运输、配送和终端使用，也与天然气产业链有着极高的相似度。公司可充分借力现有成熟的天然气全产业链优势，为氢能产业链的发展夯实基础。
- **最佳的终端应用场景：**（1）氢能汽车可有效的减少燃油汽车造成的空气污染问题。（2）氢能产业链中可充分利用应用站点配置。公司不需追加大额投资，只需在现有的加气站基础上升级改造成为“四合一”站点，就可转变成为新型绿色复合型加能站。

# 公司氢能产业链发展战略规划的建设进度安排

## 公司长期规划（2022-2030）

1000Nm <sup>3</sup> /h电解水制氢装置	537套
1000m <sup>3</sup> 储氢罐（1.6MPa）	180台
汽车加氢站	46座
氢燃料重卡替代	1565辆

### 风间带光伏新能源发电总装机规模

	风电（万kW）	光伏（万kW）	总计（万kW）
“十四五”末	255	65	320
“十五五”末	245	60	305
2022-2030	500	125	625

●资料来源：公司公告 中信建投

用氢能重卡替代淖毛湖地区营运重卡，实现交通用能替代；  
用绿电替代工业园区内企业生产用电，实现绿色电力替代；  
用绿氢替代淖毛湖地区化工项目灰氢，实现化工用氢替代。

## 2022年进度安排

### ● 加氢站建设



### ● 氢能重卡推广

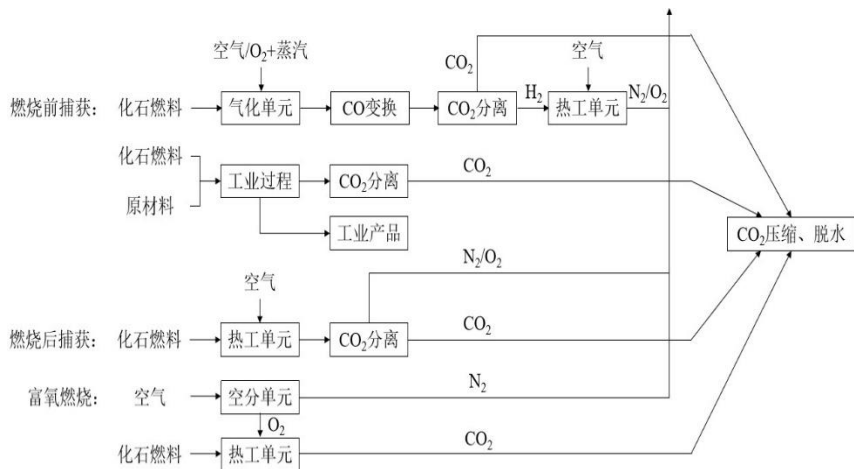


●资料来源：公司公告 中信建投

在2022年先行建设广汇氢能示范项目，科学推进制氢、加氢配套体系建设，逐步培育形成具有广汇特色的氢能产业集群，带动新疆区域清洁低碳新型产业的高效发展。

# CCUS项目响应“双碳”，实现煤化工废物再利用

二氧化碳捕集技术路线示意图



二氧化碳封存利用场景介绍

		研究阶段	示范阶段	特定条件下具有经济性	商业运用阶段
CO2地质封存利用	CO2强化石油开采技术				✓
	驱替煤层气技术		✓		
	强化天然气开采技术	✓			
	增强页岩气开采技术	✓			
	增强地热系统	✓			
	铀矿地浸开采				✓
	强化深部咸水开采		✓		

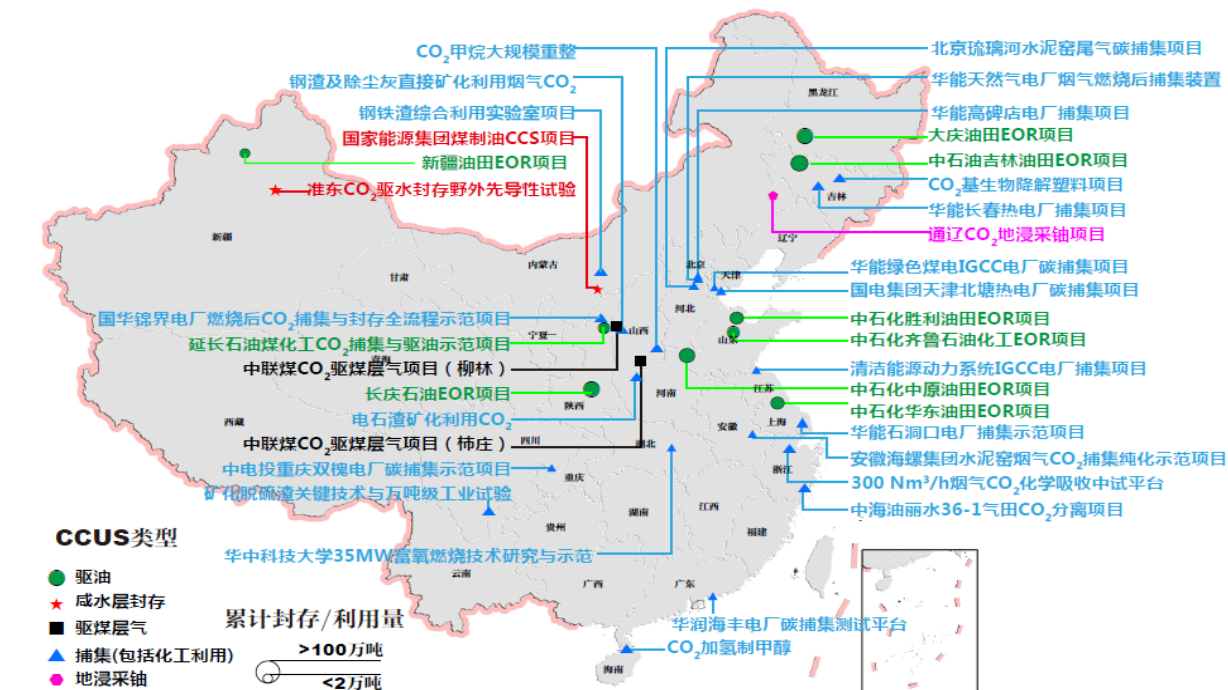
资料来源：中国环境科学院 中信建投

资料来源：中国环境科学院 中信建投

- CCUS全称Carbon Capture, Utilization and Storage，意为碳捕集、利用与封存技术；
- CO2的捕集方式多样化，但是存储和利用的技术难度较大，主要目前利用CO2辅助石油开采是技术相对成熟且具有经济性的选择方案

# CCUS项目响应“双碳”，实现煤化工废物再利用

国内现有CCUS项目分布示意图



资料来源: 生态环境部环境规划院《中国二氧化碳捕集利用与封存年度报告(2021)》、中信建投

# CCUS项目响应“双碳”，实现煤化工废物再利用

## 国内现有代表性CCUS项目梳理

项目名称	地点	捕集工业类型	运输	封存利用	规模（万吨/年）	投运年份	运行状态
齐鲁石化-胜利油田CCUS项目	东营	燃煤电厂	罐车	EOR	100	2022	运行中
中石油吉林油田CCS-EOR示范项目	松原	天然气处理	管道	EOR	80	2008	运行中
中石化中原油田CO <sub>2</sub> -EOR项目	濮阳	化肥厂	罐车	EOR	50	2015	运行中
大庆油田EOR示范项目	大庆	天然气处理	罐车+管道	EOR	20	2003	运行中
华能上海石洞口捕集 示范项目	上海	燃煤电厂		工业利用与食品	12	2009	间歇运行
华能绿色煤电IGCC电厂捕集、利用和封存项目	天津	燃煤电厂	罐车	放空	10	2015	运行中
华中科技大学35兆瓦富氧燃烧示范项目	武汉	燃煤电厂		工业应用	10	2014	间歇运行
克拉玛依敦华石油-新疆油田EOR项目	克拉玛依	甲醇厂		EOR	10	2015	运行中
中石油华东油气田CCUS全流程示范项目	东台	化工厂	槽车+槽船	EOR	10	2005	运行中

资料来源：生态环境部 中信建投

# CCUS项目响应“双碳”，实现煤化工废物再利用

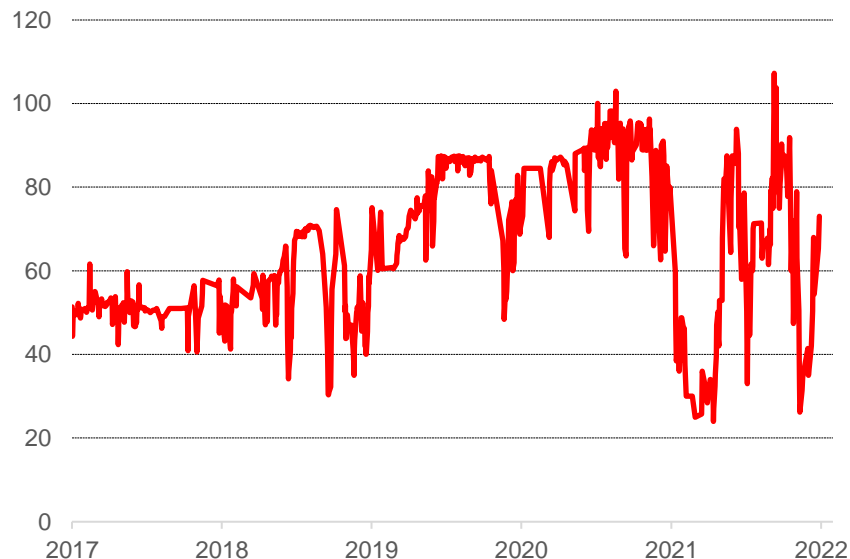
哈密新能源工厂通过管道将CO<sub>2</sub>运至吐哈油田



资料来源：百度地图 中信建投

- 目前，公司在建CCUS项目一期10万吨预计2022年四季度竣工，中长期拟建成300万吨/年的二氧化碳处理能力，若按照二氧化碳捕集成本180元/吨，售价400元/吨计算，CCUS项目一期每年可贡献2200万毛利润，300万吨全部建成可贡献6.6亿元毛利润
- CCUS项目节省的碳排放量可以用于碳交易，例如2021年北京碳排放权成交均价60.95元/吨，中长期来看该价格仍有望显著上涨；除出售碳排放权外，公司也可利用节省的碳排放量用于审批新的煤化工项目，增厚公司收益。

北京碳排放权(BEA):日均成交价



资料来源：Wind 中信建投

# 盈利预测重要假设和主营拆分结果

板块	业务	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
天然气	LNG自产量	万方	118,882	112,492	92,723	88,300	70,000	70,000
	LNG总销量	万方	234,525	288,511	373,411	446,100	560,000	700,000
	天然气销售收入	百万元	6,591	7,649	8,342	15,459	25,538	24,668
	天然气销售成本	百万元	4,318	5,165	5,544	10,888	20,318	18,092
	天然气销售毛利	百万元	2,273	2,484	2,799	4,571	5,219	6,576
	毛利率	%	34.5	32.5	33.6	29.6	20.4	26.7
煤炭	煤炭外销量	万吨	842	890	1,043	1,960	2,200	2,700
	煤炭销售收入	百万元	2,646	3,255	3,668	7,965	9,159	11,416
	煤炭销售成本	百万元	2,108	2,483	2,848	4,407	3,971	4,876
	煤炭销售毛利	百万元	538	772	820	3,558	5,188	6,540
	毛利率	%	20.3	23.7	22.4	44.7	56.6	57.3
煤化工	甲醇销量	万吨	109	113	105	115	115	115
	煤基油品销量	万吨	21	49	53	60	90	90
	乙二醇销量	万吨				0	20	40
	煤化工收入	百万元	3,161	2,694	2,212	4,617	6,235	7,044
	煤化工成本	百万元	1,574	1,740	1,846	2,496	2,686	3,181
	煤化工毛利	百万元	1,588	954	365	2,121	3,549	3,863
	毛利率	%	50.2	35.4	16.5	45.9	56.9	54.8
其他	其他业务							
	铁路运量	万吨		623	856	1173	1800	2500
	铁路单价	元/(公里*吨)		0.2	0.2	0.25	0.25	0.25
	其他业务收入	百万元	506	444	911	1,150	1,971	2,738
	其他业务成本	百万元	220	201	632	854	1,293	1,783
	其他业务毛利	百万元	286	243	279	296	678	955
	毛利率	%	56.6	54.8	30.7	25.7	34.4	34.9

资料来源：公司公告 Wind 中信建投

# 盈利预测与估值

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,042	15,134	29,190	42,902	45,866
增长率(%)	8.8	7.8	92.9	47.0	6.9
净利润(百万元)	1,597	1,336	5,121	6,953	8,988
增长率(%)	-8.4	-16.3	283.2	35.8	29.3
毛利率(%)	31.7	28.2	36.1	34.1	39.1
净利率(%)	11.4	8.8	17.5	16.2	19.6
ROE(%)	8.7	6.4	22.7	23.8	23.7
EPS(摊薄/元)	0.24	0.20	0.76	1.03	1.33
P/E(倍)	28.3	33.7	8.8	6.5	5.0
P/B(倍)	2.84	2.68	2.05	1.57	1.20



# 风险提示

---

➤ 风险分析：煤炭价格大跌；LNG进口需求不及预期；LNG接收站建设进度不及预期；

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106  
室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心  
B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csc.hk

