

► **公司兼具气煤油三种资源，聚焦能源布局完整的产业链。**公司集上游煤炭和油气勘探生产、中游能源运输和物流中转、下游终端销售于一体，自2017年启东LNG接收站投产以来，公司收入和业绩实现快速增长，2017-2021年收入的CAGR为32.21%，归母净利润的CAGR为66.24%。公司主营业务天然气销售、煤炭、煤化工2021年毛利占比分别为39.10%、38.21%和21.89%，三大业务盈利能力均较为突出，2021年毛利率分别为31.49%、42.24%、50.90%。

► **煤炭产量成长空间大，运输资源协同性强。**在煤炭行业资本开支低迷，而需求常态化复苏的背景下，供需表现较为紧张，行业景气度将持续向上，对于独立的新疆市场来说，高煤价则给予了疆煤出疆的经济条件。公司的煤矿位于淖毛湖矿区，截至2021年末可采储量达到60.03亿吨，储量较为丰富。公司有1个在产矿井是白石湖煤矿，我们测算产量在3500万吨左右；还有2个在建矿井，其中，马朗煤矿将于今年投产，初步的产能设计规模为3000万吨/年，东部煤矿预计2024年投产，初步产能规模2000万吨/年。此外，公司掌握疆煤外运的重要通道，不仅自有年运能约2000万吨的淖柳公路，而且关联公司广汇物流还拥有红淖铁路和将淖铁路，红淖铁路近期运能为6000-8000万吨/年，远期将达到1.5亿吨/年，将淖铁路预计于2023年试运行，公司的外运能力将得到有效保障。

► **自有+贸易气资源同步扩张，成本可控性强。**公司自产气主要来源于哈密煤化工LNG生产基地和吉木乃LNG生产基地，其中，哈密基地LNG来源于自有煤炭的加工，产能为7亿方/年，且公司规划到2025年建成10亿方/年的规模；吉木乃基地LNG来源于哈萨克斯坦的斋桑油气区块，虽然产气量在下降，但该区块的稠油开发项目正在推进。公司的贸易气依托于启东LNG接收站，2021年公司实现贸易LNG销量251.20万吨，随着5#20万方和6#20万方储罐将于2022年和2023年投产，启东接收站的年周转能力将超过500万吨/年，且公司计划后续继续投资7#20万方储罐，以实现1000万吨/年的周转能力。此外，公司成本优势强，自产气采用煤化工技术联产，一方面当前油价下煤化工成本低于油化工，另一方面联产也摊薄了LNG的单位成本；贸易气方面，公司则和上游签署长协实现低成本价格锁定，并和多个下游签约保障输气稳定。

► **投资建议：**在煤价和LNG价格高位的背景下，公司加快投入，启东接收站的周转能力将在未来三年逐步提高，新建煤矿也将逐步释放产能，公司具备较高成长性。我们预计，2022-2024年公司的归母净利润分别为115.41/145.29/170.95亿元，对应EPS分别为1.76/2.21/2.60元/股，对应2023年3月6日股价的PE分别为6/5/4倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**煤矿投产进度不及预期，国际天然气价格下跌或国内外价差收窄的风险，煤炭需求不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,865	51,641	62,480	78,125
增长率(%)	64.3	107.7	21.0	25.0
归属母公司股东净利润(百万元)	5,003	11,541	14,529	17,095
增长率(%)	274.4	130.7	25.9	17.7
每股收益(元)	0.76	1.76	2.21	2.60
PE	14	6	5	4
PB	3.3	2.3	1.8	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年3月6日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

10.37元



**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**研究助理 王姗姗**

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

# 目录

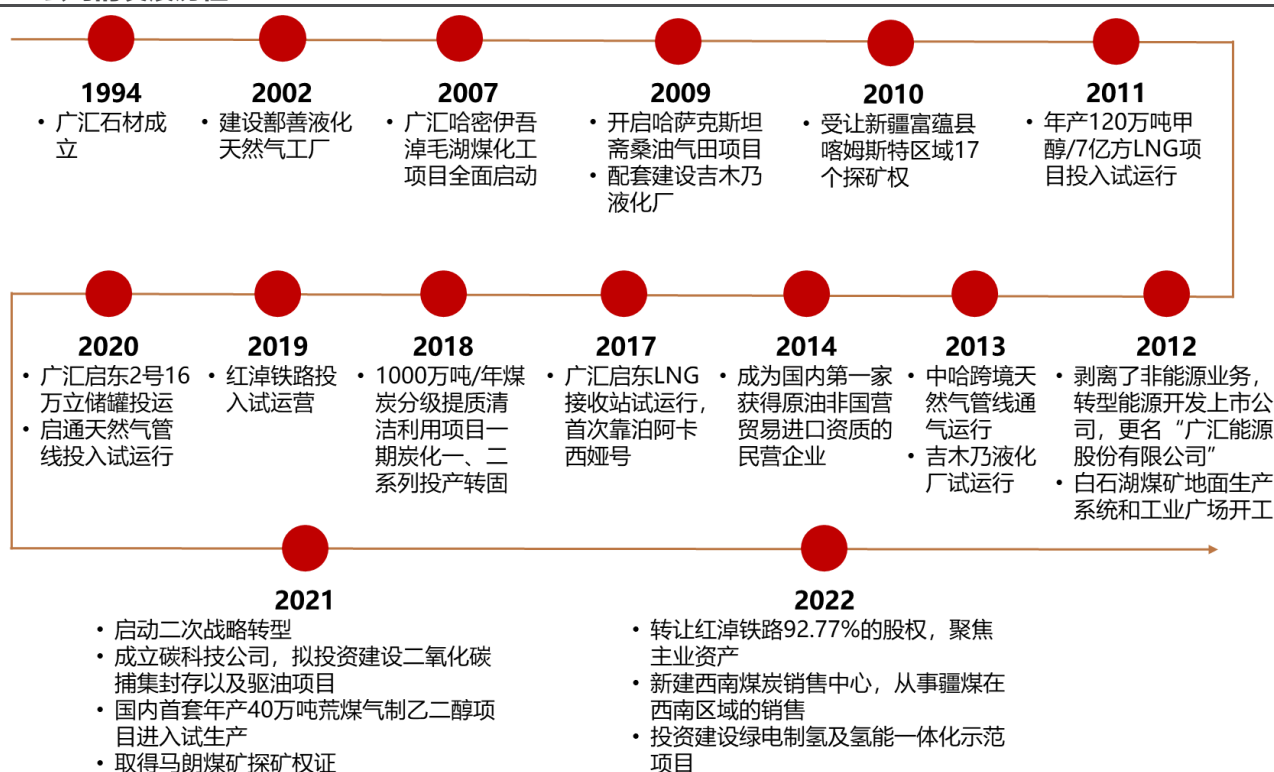
<b>1 广汇能源：能源开发一体化，高速增长正当时</b>	<b>3</b>
1.1 气煤油为基，战略转型为引	3
1.2 三轮驱动业绩增长，股权激励彰显信心	5
<b>2 煤炭：拥抱行业高景气，公司产量加速释放</b>	<b>8</b>
2.1 供需缺口支撑高煤价，疆煤具备出疆条件	8
2.2 物阜质优，成长性和经济性兼备	12
2.3 掌握疆煤外运通道，运输优势显著	15
<b>3 煤化工：产业协同发展，盈利水平高</b>	<b>17</b>
<b>4 天然气：气源锁定成本可控，接收站扩建</b>	<b>20</b>
4.1 全球供需紧张依旧	20
4.2 自有和贸易资源同步扩张，成本可控性强	22
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>27</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	27
5.2 估值分析和投资建议	28
<b>6 风险提示</b>	<b>30</b>
<b>插图目录</b>	<b>32</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

# 1 广汇能源：能源开发一体化，高速成长正当时

## 1.1 气煤油为基，战略转型为引

兼具气煤油三种资源，二次转型进行时。公司始创于1994年，2000年以中国石材第一股的身份在上交所挂牌上市。2002年，公司开始建设鄯善液化天然气工厂，正式挺进液化天然气领域；2009年，公司开启哈萨克斯坦斋桑油田项目，获取海外油气资源；2010年，公司控股子公司受让了新疆阿勒泰地区富蕴县喀姆斯特区域的17个探矿权，进行煤炭综合开发项目；2012年，公司剥离了石材、塑钢门窗等全部非能源业务，成功转型为专业化的能源开发上市公司，并更名为“广汇能源股份有限公司”；此后，公司专注于能源的开发转换，以自有的气煤油资源和能源物流为支撑，完成了2012-2020年的第一个战略转型目标，形成了上中下游完整配套的全产业链布局。2021年开始，公司以“绿色革命”为主题开启了第二次战略转型升级。

图1：公司的发展历程



资料来源：《2021年度社会责任报告》，民生证券研究院

**产业结构完整，聚焦能源领域实施“一二三四”战略。**公司目前以LNG、煤炭、醇醚、煤焦油等为核心产品，以天然气液化、煤炭开采、煤化工转换、油气勘探开发为四大业务板块，是集上游煤炭和油气勘探生产、中游能源运输和物流中转、下游终端销售于一体的大型能源上市公司，也是国内目前唯一一家同时具有煤、油、气三种资源的民营企业。未来，公司将聚焦围绕现有产业格局实施“一二三四”战略——重点突出“一个主业”，平衡发展“二个板块”，加快实现“三个转型”，优

势叠加“四个场景”。

图2：公司在能源领域具备完整的产业链布局



资料来源：《2021 年度社会责任报告》，民生证券研究院

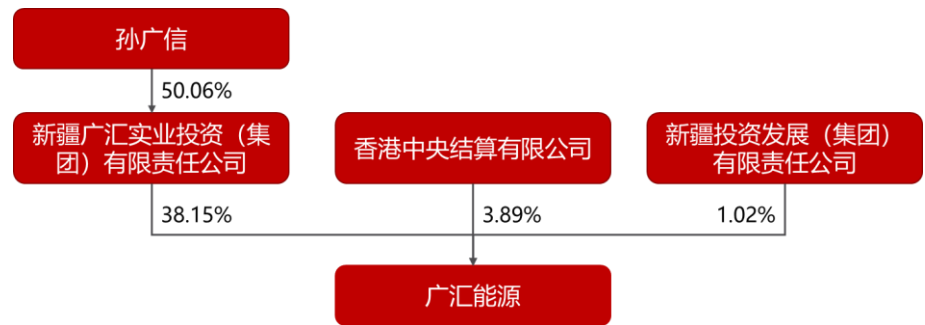
图3：公司的“一二三四”战略



资料来源：《2021 年度社会责任报告》，民生证券研究院

**控股股东发展实业超 30 年，实际控制人持股 19.10%。**公司控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司，持有公司股份 38.15%，此外，控股股东还持有广汇汽车、广汇宝信、广汇物流 3 家上市公司。公司实际控制人为孙广信，通过广汇集团间接持有公司股份 19.10%。

图4：公司的股权结构



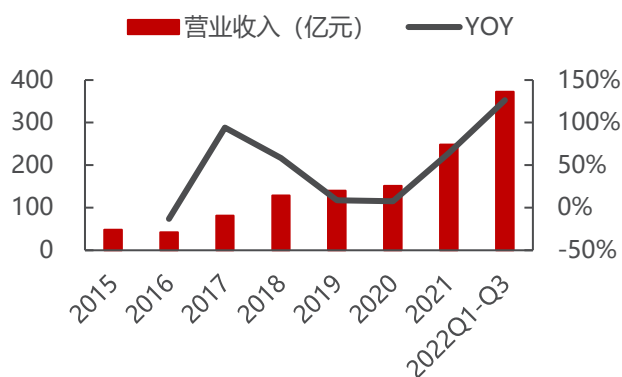
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：截至 2022 年三季度末

## 1.2 三轮驱动业绩增长，股权激励彰显信心

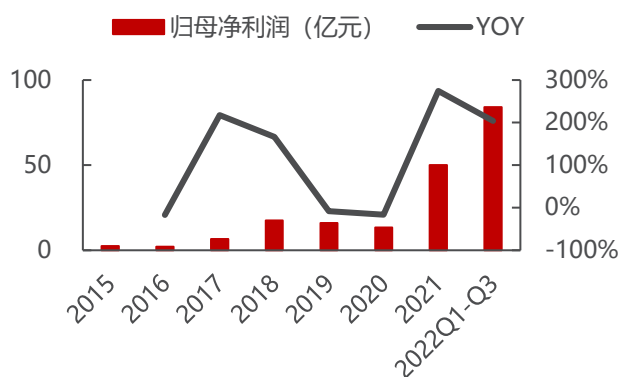
**收入和业绩实现高增长。**2017 年以来，随着公司南通港吕四港区 LNG 接收站的建成投产和稳定运营，公司的收入和业绩实现快速增长，2017-2021 年收入的 CAGR 为 32.21%，归母净利润 4 年 CAGR 为 66.24%。2022 年前三季度，因天然气和煤炭销售量价齐升，公司实现营业收入 372.79 亿元，同比增长 126.36%；实现归母净利润 84.02 亿元，同比增长 204.42%，归母净利率为 22.54%，同比上升 5.78pct。

图5：2015-2022 年前三季度公司的营业收入（左轴）和增速（右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

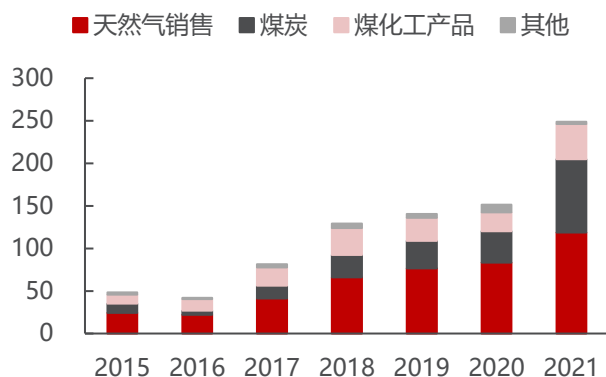
图6：2015-2022 年前三季度公司的归母净利润（左轴）和增速（右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

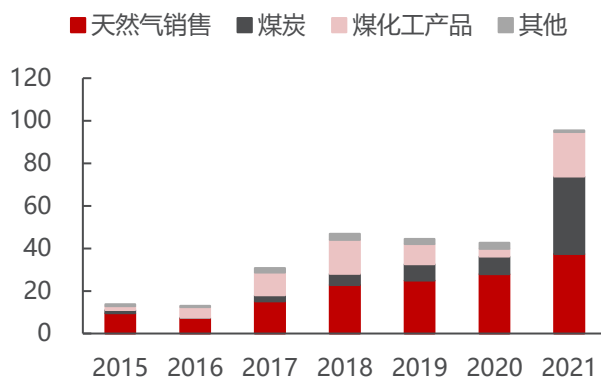
**天然气、煤炭、煤化工是主要收入和盈利来源。**天然气是公司主要的收入利润来源，2017 年以来煤炭和煤化工的收入和毛利也在扩大。2021 年，公司来源于天然气、煤炭、煤化工业务的收入分别为 118.57、86.39、41.08 亿元，收入占比分别为 47.68%、34.74%、16.52%；三个业务的毛利分别为 37.34、36.49、20.91 亿元，毛利占比分别为 39.10%、38.21%、21.89%。

图7：公司的收入结构（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

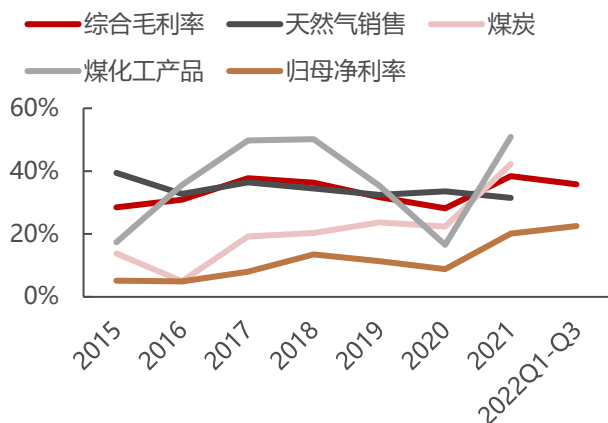
图8：公司的毛利结构（亿元）



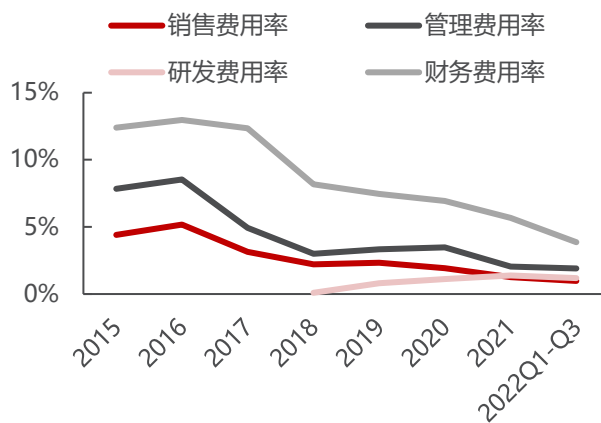
资料来源：wind，民生证券研究院

**净利率呈上升趋势，期间费用逐年下降。**整体来看，公司的综合毛利率保持较高水平，2022 年前三季度毛利率为 35.77%，由于公司的期间费用率下降明显，归母净利率呈现出上升趋势，2022 年前三季度为 22.54%。分业务来看，公司的

天然气销售业务毛利率较为稳定,煤炭业务毛利率稳步上升,煤化工业务毛利率波动较大,2021年三大业务毛利率分别为31.49%、42.24%、50.90%。

**图9: 公司的盈利能力**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图10: 公司的期间费用率**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2022-2024年业绩目标翻倍增长,股权激励彰显信心。**公司积极响应“促进全体人民共同富裕”的号召,2021年末发布《广汇能源股份有限公司共同富裕规划之(ESOP)员工持股计划纲领(2021-2023)》。2022年4月,公司发布了第一期员工持股计划,并预计于2023年5月底前明确第二期计划。据公告,第一期持股计划参与人员共198人,拟授予股份总数4548.75万股,转让价格为回购成本均价2.84元/股,业绩考核目标为2022-2024年归母净利润分别不低于100、150、200亿元。与此前2020年发布的员工持股计划相比,本次激励对象更广泛,考核目标更高。

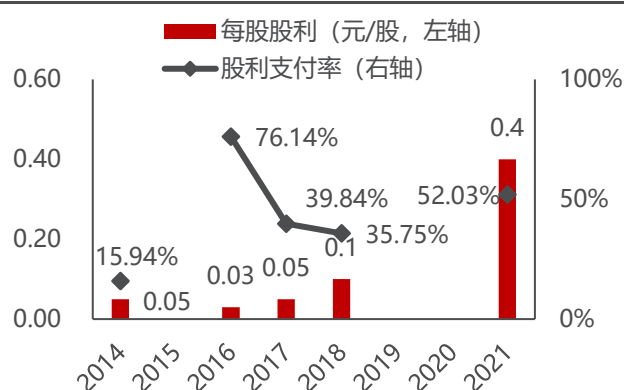
**表1: 激励计划对比**

时间	参与对象范围	参与对象人数	锁定期限	解除锁定比例	考核目标
2022年	1) 公司本部副部级以上、一级子公司正部级以上及二级子公司经营管理层(经营班子成员)级别以上的管理人员及核心骨干人员;	198人(担任董事、监事、高级管理人员的员 工有12人)	12个月	35%	以2021年归母净利润为基数,2022年归母净利润增长率不低于100%,即不低于100亿元
	24个月		35%	以2021年归母净利润为基数,2023年归母净利润增长率不低于200%,即不低于150亿元	
	2) 经公司董事会下设的薪酬与考核委员会提名认定的其他人员。		36个月	30%	以2021年归母净利润为基数,2024年归母净利润增长率不低于300%,即不低于200亿元
2020年	1) 公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员 2) 公司及子公司核心人员	93人(担任董事、监事、高级管理人员的员 工有13人)	12个月	100%	1) 2020年净资产收益率不低于10% 2) 2020年营业收入较2019年增长不低于20% 3) 在盈利且现金能满足持续经营和长期发展的前提下,2020年以现金方式分红的利润达到当年扣非归母净利润的比例不低于30%

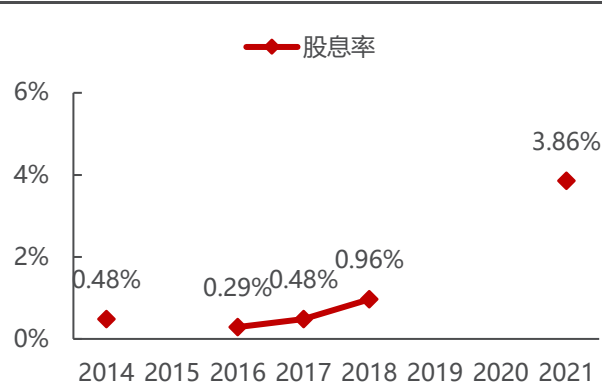
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**承诺底部分红,股息率有望增长。**2019-2020年因进行了股票回购,年末未进行现金股利的发放;2021年公司派发含税现金股利0.4元/股,当年股利支付率

为 52.03%；若包含股份回购，公司 2019-2021 年累计实施现金分红总额为 33.27 亿元，占三年年均归母净利润的比重为 125.76%。2022 年 4 月，公司发布了 2022-2024 年的股东回报计划，承诺 2022-2024 年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%，且每年实际分配含税现金红利不低于 0.7 元/股。若按照 2022 年公司预计 113-115 亿元的归母净利润计算，在 30% 的股利支付率的假设下，公司 2022 年的股利为 0.52-0.53 元/股，以 2023 年 3 月 6 日的股价计算，股息率为 4.98%-5.07%；若以 0.7 元/股的底部股利计算，股息率则将达到 6.75%。

**图11：公司的股利支付率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：公司的股息率**


资料来源：wind，民生证券研究院

注：股价选取时间为 2023 年 3 月 6 日

## 2 煤炭：拥抱行业高景气，公司产量加速释放

### 2.1 供需缺口支撑高煤价，疆煤具备出疆条件

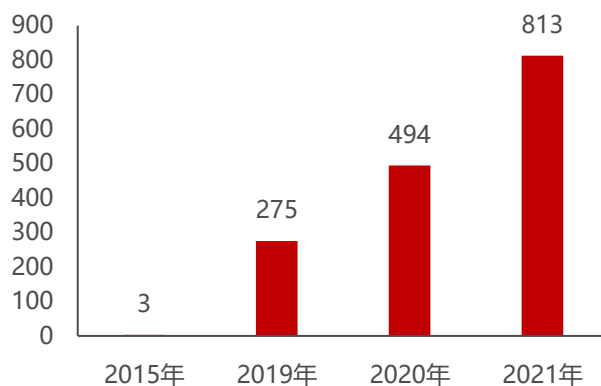
**新建矿井投产有限，产能核增潜力下降。**2012-2017年，煤炭行业固定资产投资迅速下滑，前期低迷的资本开支使得当前可投产的新建产能有限。据 Wind 数据，2022 年煤炭行业固定资产投资为 4988.44 亿元，同比增长 24.40%，虽增幅较高，但部分投资集中在智能化矿山的建设上。2022 年 3 月 14 日国家矿山安全监察局安全基础司介绍了智慧矿山建设的最新进展，2021 年全国智能化采掘工作面已达到 813 个，与 2020 年相比增加 65%。此外，国内已有大批超能力生产煤矿经过了产能核增合法化，2021 年 9 月至 2022 年 11 月，国家矿山安全监察局共审核确认 406 处增产先进产能煤矿，增加产能 5.6 亿吨/年，我们认为，未来具备产能核增条件的矿井将越来越少。

**图13：过去三到五年煤炭行业资本开支低迷**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图14：全国智能化采煤工作面数量攀升（个）**

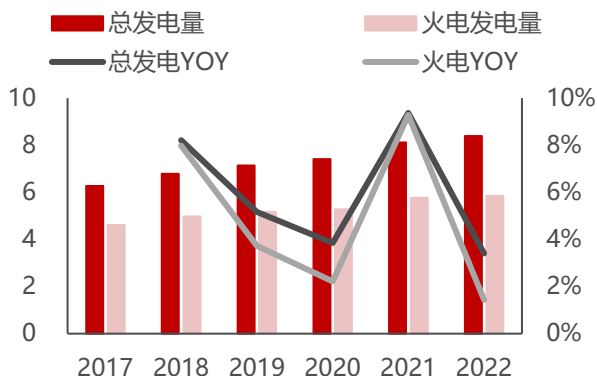


资料来源：国家矿山安全监察局，华经产业研究院，民生证券研究院

**需求常态化复苏，煤化工或迎产能高潮。**受 2022 年上半年疫情影响，总发电量和火电发电量增速明显放缓，2022 年，全国总发电量 8.39 万亿千瓦时，同比增长 3.41%，火电发电量 5.85 万亿千瓦时，同比增长 1.44%，和 2020 年增速近似。一方面，在疫情“放开”的背景下，消费复苏预期强烈，火电发电有望实现较高增长；另一方面，房地产调控政策也在稳步推进，2022 年末信贷、债券、股权“三箭齐发”为房地产行业的融资提供了较大空间，地产链有望受益复苏。此外，国家发改委明确，在国家开展“十四五”省级人民政府节能目标责任评价考核中，将原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，据此核算各地区能耗强度降低指标。因此，预计煤化工产业原料用煤不再纳入能源消费总量控制，结合“十四五”煤化工发展目标，煤化工较高的成长空间有望进一步拉动煤炭需求。

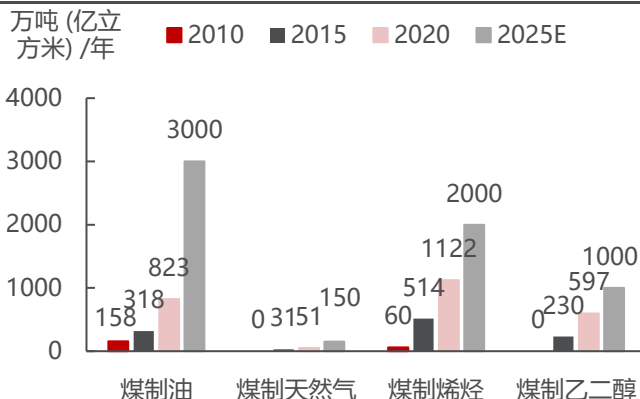


图15: 2022 年火电发电增速放缓 (万亿千瓦时)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: “十四五” 煤化工产量目标翻倍

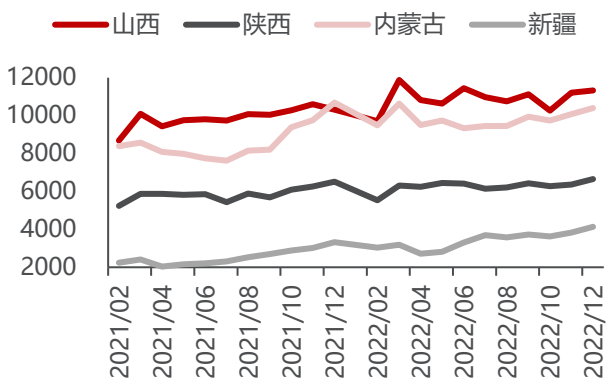


资料来源: 王强, 徐向阳, 《“双碳” 背景下现代煤化工发展路径研究》; 《现代化工》; 民生证券研究院

**供需缺口支撑行业景气度向上。**据最新数据测算, 中性假设下, 2023/2024 年动力煤缺口为-31/-98 百万吨, 炼焦煤过剩 15/15 百万吨; 乐观假设下, 2023/2024 年动力煤缺口-103/-191 百万吨, 炼焦煤缺口-3/-19 百万吨。行业景气度持续向上, 现货煤价格有望上涨。

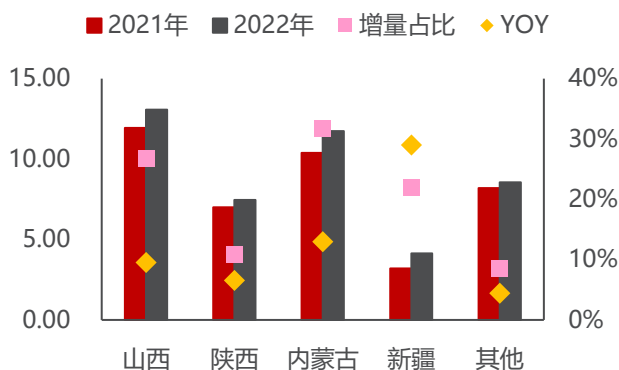
**晋陕蒙产量提升放缓, 新疆是产量的主要增长来源。**2022 年全国原煤产量为 44.96 亿吨, 同比 2021 年增长 10.43%, 其中, 山西、陕西、内蒙古、新疆四地为增量产量的主要来源, 增长绝对量最高的为内蒙古, 占全国新增产量的比重为 31.84%; 新疆则是产量增速最高的地区, 2022 年产量同比增长 29.04%。

图17: 内蒙古产量增长绝对量最高 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2022 年新疆的新增产量增速最高 (亿吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**疆内市场自给自足, 煤价相对独立于疆外市场。**2021 年之前, 疆煤主要用于满足内需, 价格也基本保持着脱离主流市场的趋势, 独自稳定运行。近几年供需增速的错位导致供应端明显承压, 2021 年末新疆地区煤价明显上涨, 但是相比晋陕蒙的上涨幅度仍有较大差距。主要是新疆煤炭外运运距较长, 运费相对较高, 同时, 配套的运输通道和运力均有局限性。随着铁路扩建工程的不断推进, 以及疆外需求的不断升温, 疆煤外运量出现明显提升, 2022 年“疆煤外运” 8677 万吨, 增长近 1 倍; 2023 年 2 月 2 日, 新疆政府声明, 加快推进“疆煤外运” 北、中、南通道扩能改造, 力争“疆煤外运” 8800 万吨。

图19: 新疆煤炭价格独立于省外 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 疆煤外运量提升 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**疆煤外运的基础设施逐渐优化, 运力不断提升。**目前“疆煤外运”铁路通道包括主要的运输干线兰新铁路、连接准东煤田和兰新线的乌准铁路、途径准东和吐哈两大煤田的将-淖-红铁路、起分流作用的临哈铁路以及通往青海的格库铁路。一方面, 随着铁路逐步建成, 基础设施和运力使得疆煤具备了出疆保障; 另一方面, 将-淖-红铁路的贯通将有利于新疆煤炭供应格局的改善, 据广汇物流相关公告显示, 原准东地区货物从将军庙绕道乌将线、兰新线经红柳河出疆的货物运距从 1080 公里缩短到 780 公里, 缩短了近 28% 的运输距离和 30% 的运输时间, 节约了 26% 的运输成本, 运输效率得到大幅提升, 2021 年红淖铁路已装车 3401 列, 将淖铁路预计将于 2023 年投入运营。

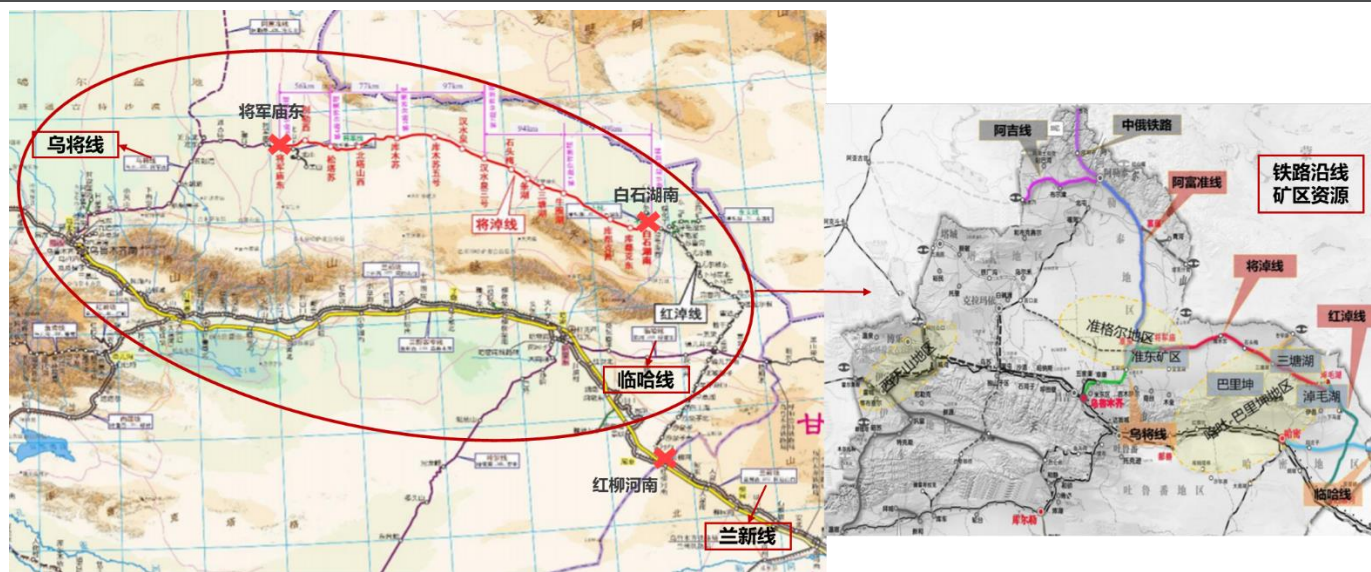
表2: 疆煤外运的铁路通道

铁路名称	起点和终点	全长	运力	投入运营时间	扩建工程
兰新铁路	东起甘肃兰州, 西至西至新疆维吾尔自治区阿拉山口	2423km	2009 年已达 7000 万吨左右	2006 年 8 月 23 日实现复线运营, 全线电气化改造工程已于 2012 年 12 月 31 日完工并已投入使用	已开展三四线设计、招标等前期工作: 1) 绕道运行, 缓解货运紧张局面, 从柳沟到敦煌到格尔木再到兰州, 绕过兰新线最繁忙的路段; 2) 客货分离, 客车从客专通行, 调出一部分货运能力; 3) 加大排空力度, 实施点对点运输等政策
乌准铁路	1) 乌将线起点和终点分别为乌北和将军庙; 2) 准东北线起点和终点分别为准东和准东北	全长 264km, 其中, 乌北-将军庙 257km	1 亿吨左右	2009 年 11 月 18 日正式通车运营	2022 年 8 月, 新疆铁路乌北至甘泉堡段线路扩能改造完毕, 实现了乌北至准东段全线由“单线”变“双线”
将淖铁路	西端连接乌准铁路, 东端连接红淖铁路进而连通兰新铁路和临哈铁路。途径准东地区的五彩湾、大井、将军庙、西黑山、老君庙矿区和哈密地区的三塘湖、巴里坤、淖毛湖矿区	431.7 km	初、近、远期设计运力为 2250 万吨、3320 万吨、4760 万吨	2021 年 4 月动工建设, 预计于 2023 年第三季度完工并进入试运行调试期	-

红淖铁路	西端在白石湖南站与将淖铁路相接,东端在甘肃红柳河站与兰新铁路相接实现出疆,期间在镜儿井北站与临哈线柔远站交接	全长 435.6km: 正线 313.09km, 淖毛湖矿区段 122.51km	初期 3950 万吨/ 年,远期 1.5 亿吨/ /年	2019 年 1 月 1 日 进入试运营阶段	预计 2022 年底打通红淖线与临哈线的连接线;电气化改造工作 2023 年 6 月底完成,运力有望从 3950 万吨/年提升至 6000-8000 万吨/年;2024 年将启动复线修建,完成后预计达到 1.5 亿吨/年的货运能力
临哈铁路	东起内蒙古自治区包兰铁路上的临河站,向西经过乌兰布和沙漠,深入阿拉善盟居延海北,经额济纳旗,沿中蒙边界巴丹吉林沙漠北缘,经甘肃省肃北县进入新疆维吾尔自治区,与兰新铁路的哈密站相接	1390km	初期 1950 万吨、 后期扩展到 2920 万吨	2015 年 12 月 1 日, 临哈铁路额济纳至 哈密段正式全线开 通运营;2022 年 末,扩能改造工程 完工	-
格库铁路	连接青海省海西蒙古族藏族自治州格尔木市和新疆维吾尔自治区巴音郭楞蒙古自治州首府库尔勒市	1213.7km	超 1000 万吨	2020 年 6 月开通运 营	-

资料来源:广汇物流公司公告,百度百科,中国日报,阿拉善日报,民生证券研究院

图21:疆煤外运的主要通道示意图

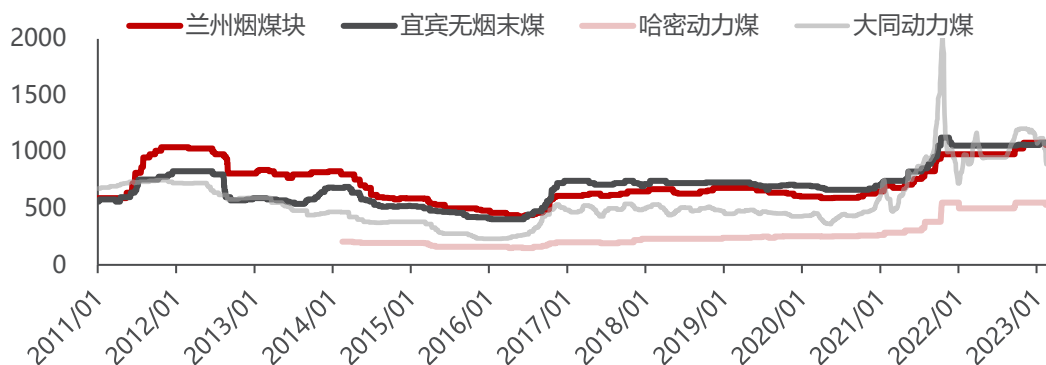


资料来源:公司公告,民生证券研究院

高运费要求兰州地区的外运疆煤价格在 950 元/吨以上。从历史煤价来看,甘肃和四川等地的煤价和新疆煤价的波动趋势更为一致,且两地的煤价相比山西煤价更稳定,同时两地长期存在煤炭缺口,表明甘肃和四川的煤炭外调需求更为刚性,在行业高景气背景下,煤炭价格韧性较强。基于 2023 年 2 月 24 日 6000 大卡的哈密动力煤的坑口价 530 元/吨,我们对外调到兰州地区的疆煤价格进行了测算,假设如下: 1) 汽车短途运费:参考中国铁路网的接取送达费规则——整车货物运输 10 公里以内 13 元/吨、10 公里以上 0.6 元/吨公里,哈密站附近的三道岭矿区到哈密火车站的运距为 90 公里,则到火车站的汽车短途运费为 61 元/吨; 2) 货物装卸作业费:乌鲁木齐的装卸费率为 3.2 元/吨; 3) 铁路运费:中国铁路网显示,乌鲁木齐到兰州的估计运费为 35 吨敞顶箱 6835 元/箱、即 0.1462 元/吨公里,则从哈密到兰州 1893km 的铁路段运费为 277 元/吨。合计下来,6000 大卡出疆

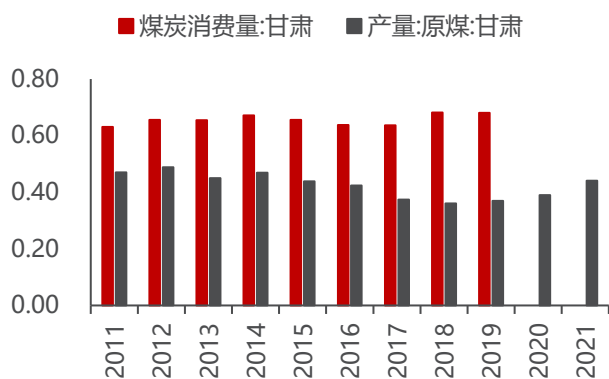
煤的含税价格约 915 元/吨，若再加上可能的仓储、货车延期占用等费用，到兰州地区的出疆煤价格至少要在 950 元/吨以上才具有经济性。

图22：甘肃、四川等地的煤价和新疆煤价波动趋势更为一致（元/吨）



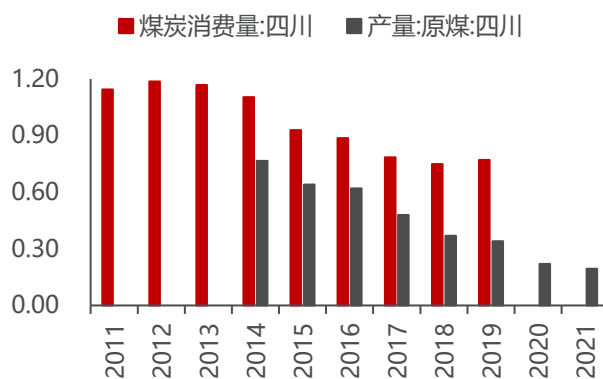
资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图23：甘肃存在较高的煤炭缺口（亿吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：四川存在较高的煤炭缺口（亿吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

表3：外调至兰州的出疆煤价格测算（6000 大卡）

序号	假设项目	假设值	计算费用
1	哈密煤炭坑口价（含税）	530 元/吨	不含税 469 元/吨
2	到火车站的汽车短途运费	10 公里以内 13 元/吨，10 公里以上 0.6 元/吨公里	61 元/吨
3	货物装卸作业费	3.2 元/吨	3.2 元/吨
4	铁路运费	兰新铁路段 0.1462 元/吨公里	277 元/吨
出疆煤价格			含税 915 元/吨

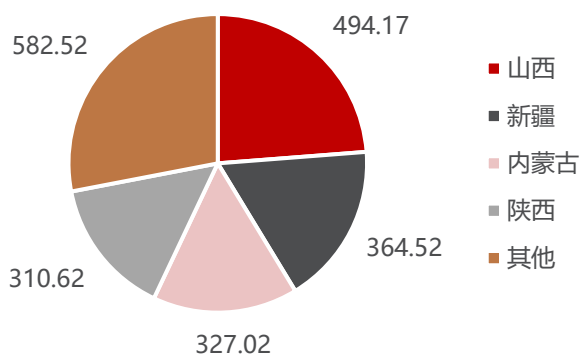
资料来源：中国铁路网，民生证券研究院测算

## 2.2 物阜质优，成长性和经济性兼备

公司地处煤炭富集区，拥有淖毛湖煤炭基地，储量丰富、资源优质。新疆是国内第二大煤炭资源富集区，煤炭保有储量达 364.52 亿吨，占全国煤炭保有储量的比重为 17.53%；且新疆煤炭资源分布集中，主要位于北部的准噶尔、吐哈、伊犁（含库拜）三大区域。目前公司拥有淖毛湖煤炭基地，位于新疆哈密市伊吾县，主要煤种为长焰煤和不粘煤，具有固定碳含量高、气产量高等特点，是优质的气化原

料煤和动力煤，且该区域煤炭处于单一中厚近水平煤层，80%以上属于露天开采项目，总体呈现开采难度低、成本低的双低优势。

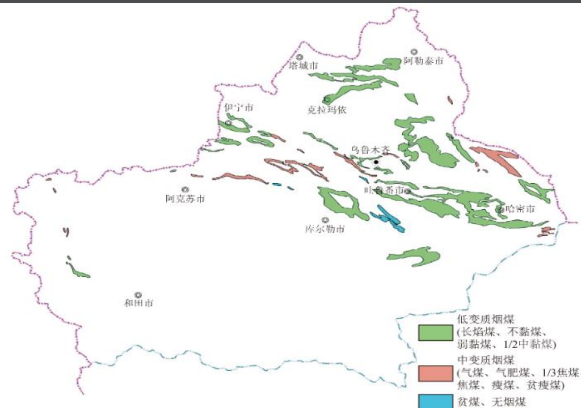
图25：新疆的煤炭保有储量占全国的 17.53% (亿吨)



资料来源：自然资源部，民生证券研究院

注：该储量为保有储量，即探明资源量和控制资源量中可经济采出的部分

图26：新疆自治区煤炭资源分布情况



资料来源：霍超《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》，民生证券研究院

**可采储量超 60 亿吨，产量具备高成长性。**截至 2021 年末，公司资源储量合计为 65.97 亿吨，可采储量为 60.03 亿吨。

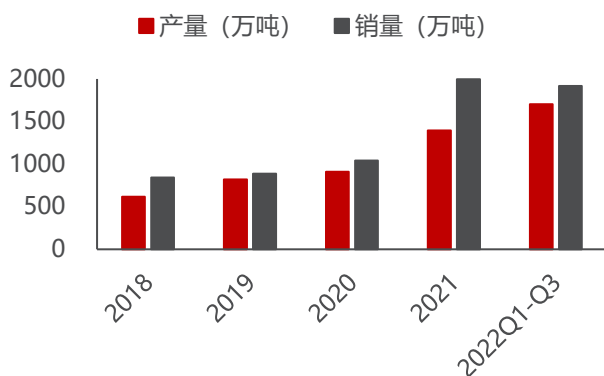
- 白石湖煤矿：处于在产状态，2022 年 12 月，公司收到自治区应急管理厅的批复，同意白石湖露天煤矿产能由 1300 万吨/年核增至 1800 万吨/年，由于保供背景下，新疆煤炭产量加速释放，2022 年公司外销煤炭总量达到 2713 万吨，考虑到公司部分产出煤炭用于自身煤化工项目，我们预计，白石湖产量目标约为 3500 万吨。
- 马朗煤矿：2021 年 10 月，公司取得马朗煤矿两个探矿权证（马朗露天矿+马朗一号矿井），据相关公告显示，马朗煤矿煤质属低灰分、高~特高挥发分、特低硫、特低磷，平均发热量为 6132 大卡，且煤层埋藏较浅、开采成本低，初步的产能设计规模为 3000 万吨/年（露天阶段 1500 万吨/年+井工阶段 1500 万吨/年）。
- 东部煤矿：目前东部煤矿的相关手续仍在办理中，据公司初步预计，该煤矿将于十四五期间投产，初步的产能规划为 2000 万吨/年。

表4：截至 2021 年末公司煤炭可采储量为 60 亿吨

煤矿	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	主要煤种	煤炭热值	状态	依托子公司	预计远期产量目标 (万吨/年)
白石湖勘查区井田勘探	9.69	9.69					
白石湖露天煤矿	8.04	7.22	长焰煤	5000-5500 大卡	在产	伊吾广汇矿业有限公司	3500
马朗露天勘查区	7.21	5.06	长焰煤	6000 大卡以上	预计 2023 年投产	巴里坤广汇马朗矿业有限公司	3000
马朗一号井田	10.88	7.92					
农场煤矿东部勘查区	0.62	0.60	长焰煤-				
东部勘查区	29.53	29.53	不粘煤	5000-5500 大卡	在建，预计十四五期间投产	伊吾广汇能源开发有限公司	2000
<b>合计</b>	<b>65.97</b>	<b>60.03</b>	-	-	-	-	<b>8500</b>

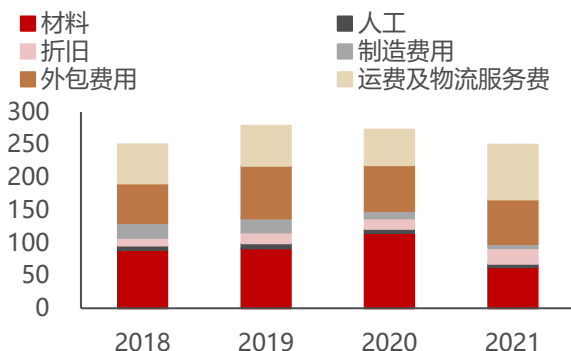
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**产销量提升，规模优势逐渐显现。**公司的煤炭生产采取“以销定产”的模式，2021年起，在保供核增和煤价高企的背景下，公司的产量随煤炭需求和价格的提升而表现出明显的增量。2022年前三季度，公司生产原煤1444.25万吨，同比增长117.02%，销售原煤1653.92万吨，同比增长64.56%；主要用于高炉喷吹的提质煤产销量略有下降，2022年前三季度提质煤产量为257.49万吨，同比下滑4.80%，销量为264.87万吨，同比下滑33.65%。与此同时，公司的吨煤成本大致呈现下降趋势，2021年公司吨煤成本为250.13元/吨，同比2020年下降8.38%，从成本结构来看，受益于产销提升，单吨煤的材料成本和制造费用明显下降，单位人工成本和外包费用也有微幅下滑。

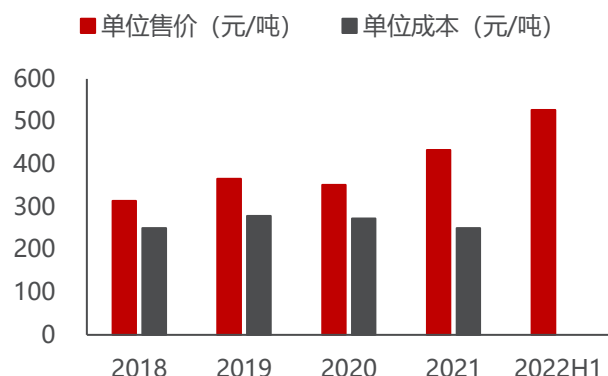
**图27：公司煤炭产销量呈上升趋势**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：产销量包含原煤和提质煤，不包含自用煤

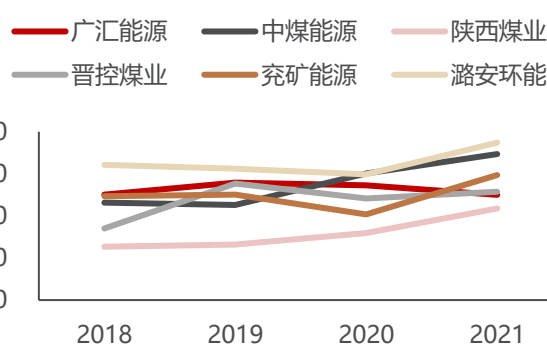
**图29：煤炭业务单位成本结构（元/吨）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图28：公司的煤炭单位售价和单位成本**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：计算单位成本时分母为原煤和提质煤的总销量

**图30：2021年公司单位成本相比同业较低（元/吨）**


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：除潞安和兖矿外，其他公司2020年开始将原计入销售费用的运输费计入到营业成本中，兖矿是2021年开始计入的

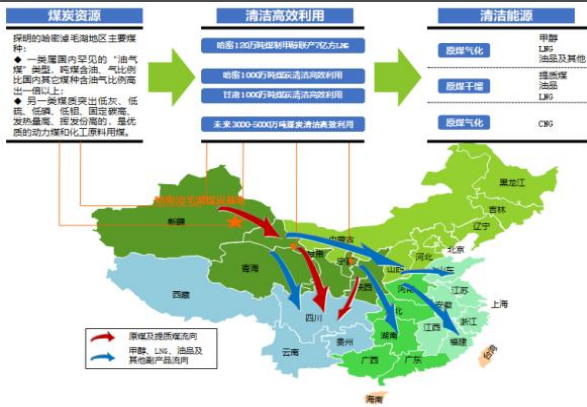
**对比同行，公司的吨煤成本具有较强优势。**据公司公告，由于开采难度低，公司的开采成本约为90-110元/吨。我们据公司年报测算，除去外包费用和运费及物流服务费，2018-2021年公司的吨煤开采成本（材料+人工+折旧+制造费用）分别为130、137、149、98元/吨。受益于较低的开采成本和自有的运输资源，公司的吨煤综合成本在行业内具有较强的优势，由于大部分煤炭公司从2020或2021年开始将运输费用由销售费用转入计营业成本，因此对比各家公司2021年的吨煤综合成本，可见广汇能源的吨煤成本（250元/吨）水平较低，中煤能源、

陕西煤业、晋控煤业、兖矿能源和潞安环能 2021 年吨煤综合成本分别为 347、218、257、297、374 元/吨。

### 2.3 掌握疆煤外运通道，运输优势显著

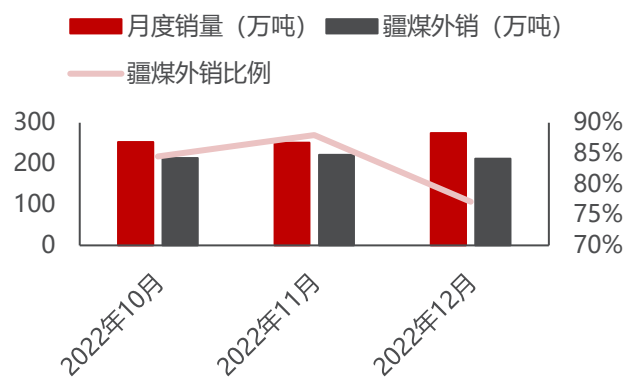
铁路为主、公路为辅，疆内外布局并行。公司煤炭销售采取直销模式，运输方式以铁路和公路相结合，销售市场主要集中在哈密淖毛湖周边、兰州河西走廊一带及川渝地区。公司与甘肃大唐燃料公司、酒钢集团等大型用煤企业建立了长期战略合作关系，客户包括电力、钢铁及兰炭厂等大宗用煤企业以及煤炭深加工产业客户。

图31：公司的煤炭市场布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：公司的疆煤外销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

自建销售物流，形成产运销体系。公司煤矿位于吐哈地区的淖毛湖煤田，靠近新疆东部地区，出疆距离相对其他矿区较短。同时，公司自建物流体系，搭建产销桥梁，降低运输和仓储成本，借助发运仓储优势，2022Q4 公司疆外煤销量占比 83.02%。

- 红淖铁路：作为连接南北翼运输通道的重要纽带，红淖铁路西在白石湖南站和将淖铁路相接，东在甘肃红柳河站与兰新铁路相接，期间在镜儿井北站与临哈线柔远站交接，可将货物运输到河西走廊、川渝、内蒙及京津冀等地区。该项目于 2019 年 1 月 1 日进入试运营阶段。初期运能为 3950 万吨/年，近期 6000-8000 万吨/年，远期将达到 1.5 亿吨/年。2022 年 5 月，公司公告，因聚焦主营业务、解决同业竞争、优化资产负债结构，公司将新疆红淖三铁路有限公司的 92.7708% 的股权以 41.76 亿元的交易对价转让给广汇物流，但广汇物流依然是公司的关联方，公司的外运煤依然具有运力保障。
- 淖柳公路：公司配套建设了淖柳公路（哈密淖毛湖—甘肃柳沟），全长约 480.50 公里，其中，矿区至淖毛湖 39.27 公里，淖毛湖至柳沟 406.86 公里，柳沟至桥湾 34.34 公里。2011 年 9 月 28 日投入运营，年运能约 2000 万吨。

• 物流中转基地:

1) 柳沟物流园: 2011年1月,公司在淖柳矿用公路终点投资建设占地面积90万平方米,集煤炭贮存、筛分、铁路和汽车快速装运等功能为一体的煤炭综合物流园。年发运煤炭总量1200万吨,其中铁路发运1000万吨,公路发运200万吨。目前柳沟物流园成为连接淖毛湖煤田向东运输进入河西走廊的重要集散基地,主要辐射兰州以西。

2) 广元物流基地: 2022年7月,公司公告签署了《广汇四川广元综合物流基地项目投资合作协议》,在四川广元经济技术开发区内,由广汇物流设立广元煤炭储配基地,从事铁路专用线、煤炭仓储建设等服务,由广汇能源设立西南煤炭销售有限责任公司,主要从事疆煤在西南区域销售业务。该物流基地将辐射川渝云贵,并延伸至两湖两广。

3) 宁东煤炭储运基地: 2023年2月18日,控股股东广汇集团与宁东管委会签署了合作协议,广汇能源拟在宁东设立子公司广汇能源宁夏煤炭销售中心,主要从事疆煤以及甲醇、煤焦油等化工产品宁东煤炭储运基地及周边区域销售;广汇物流拟设立广汇宁东煤炭储运基地,主要从事铁路专用线及煤炭仓储建设、运营业务。

4) 中原物流基地: 计划辐射河南、山东、江苏、安徽等中原缺煤省份,并延伸至长三角及珠三角地区,规划建设规模1500-2000万吨/年。

图33: 公司的煤炭运力布局



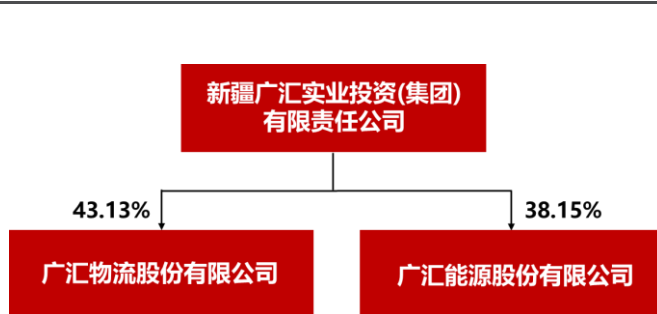
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表5: 广元宁东煤炭储运基地的项目规划

项目	投资公司	设立子公司	投资规模	建设周期	项目贡献
广元物流基地项目	广汇物流	广元煤炭储配有限责任公司	55亿元	一期: 2022年10月开工建设, 2024年12月底前建成投运	煤炭运营能力不低于1000万吨, 铝锭年运营交易能力不低于百万吨
	广汇能源	西南煤炭销售有限责任公司		二期: 2025年5月开工建设, 2027年6月底前建成投运	煤炭运营能力2000-3000万吨, 年销售额不低于320亿元
宁东煤炭储运基地项目	广汇物流	广汇宁夏煤炭储配有限责任公司(煤炭储运基地)	25亿元	一期: 计划2023年初开工建设	设计年煤炭运营量1000-3000万吨、煤炭储存能力100万吨
	广汇能源	广汇能源宁夏销售有限责任公司(煤炭销售中心)		二期: 一期年煤炭运营量达到3000万吨后开始二期建设	投产后设计年煤炭运营量3000-5000万吨、煤炭储存能力200万吨

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图34: 广汇物流和广汇能源是关联公司



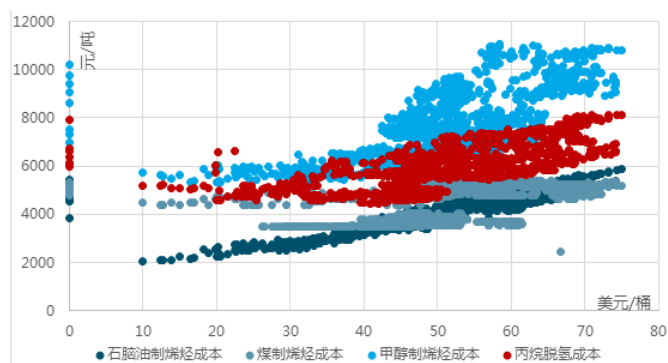
资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院



### 3 煤化工：产业协同发展，盈利水平高

当前油价下，煤化工相比油化工更具经济性。烯烃的生产工艺主要有煤制和原油制两大类型。从成本结构来看，由于煤制烯烃生产工艺流程长、一次性投资高，因此设备折旧率相对较高，从而在煤化工成本中，设备折旧与财务费用的占比也相对较高，而煤价变化是影响成本的次要因素；原油制烯烃则是工艺流程短、一次性投资少，因此生产成本对油价较为敏感，其设备折旧费在总成本中占比较小。从成本规模来看，在油价高于 65 美元/桶时，煤制烯烃成本更低。考虑到全球原油资本开支历经数年低位，当前供给端难以有较大增量，油价基本稳定在 80 美元/桶以上，因此，煤化工相比油化工更具有经济性。

图35：不同油价背景下不同工艺生产烯烃的成本对比



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图36：当前油价基本稳定在 80 美元/桶以上



资料来源：wind，民生证券研究院

**煤化工产品丰富，业务稳步发展。**公司煤化工业务产出品包括甲醇、LNG、煤焦油、乙二醇等，目前公司已投产项目有 4 个：

- 1) 哈密新能源公司的 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目，截至 2021 年末，项目产能为甲醇 120 万吨/年、LNG 7 亿方/年、副产品 21.03 万吨/年；
- 2) 4 万吨/年二甲基二硫（DMSO）联产 1 万吨/年二甲基亚砜（DMSO）项目，目前仅投产了一期项目，具备产能二甲基二硫 1 万吨/年和二甲基亚砜 0.5 万吨/年；
- 3) 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目，通过对块煤进行分级提质、综合利用，产出提质煤、煤焦油、荒煤气等，具备煤基油品（包括中低温煤焦油、轻质酚、混酚、重质酚）产能 100 万吨/年；
- 4) 荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目，于 2022 年 6 月投产转股，具备乙二醇产能 40 万吨/年。此外，公司还拥有 1 项在建项目——120 万吨/年煤焦油加氢项目，该项目公司参股股权 34%，通过加氢精制、裂化及改质反应产出液化气、轻质煤焦油（石脑油）、粗白油（柴油）等主产品，兼顾尾油、干气、硫磺等副产品。

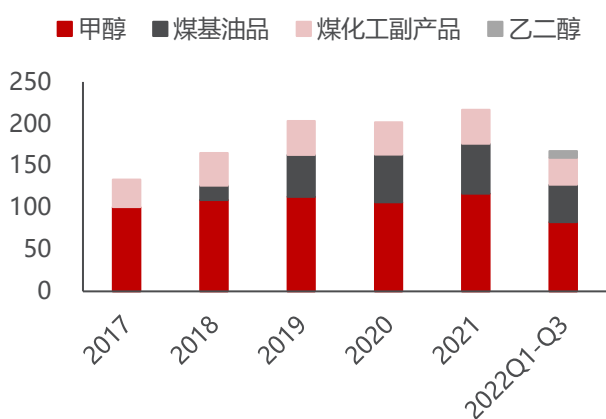
2022 年前三季度，公司生产甲醇 82.60 万吨，同比下降 4.01%；生产煤基油

品 44.58 万吨,同比增长 1.27%;生产煤化工副产品 32.45 万吨,同比增长 10.33%;  
新投产项目产出乙二醇 7.98 万吨。

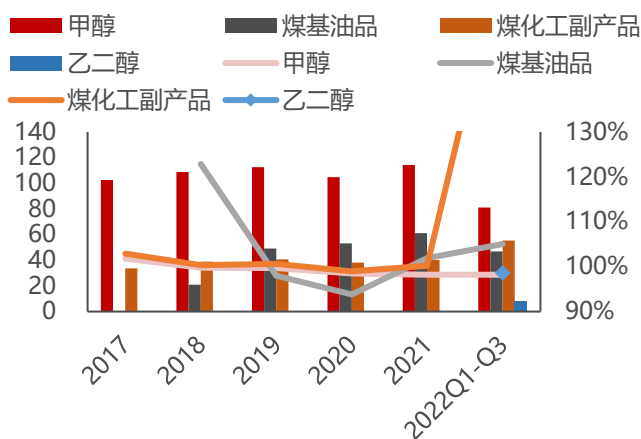
**表6: 煤化工项目**

项目名称	依托子公司	持有股权	主要技术	产出品	产能	状态
120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目	新疆广汇新能源有限公司	99%	鲁奇碎煤加压机化和鲁奇低温甲醇洗技术	甲醇 LNG 副产品	120 万吨/年 7 亿方/年 21.03 万吨/年	在产, 2013 年 1 月开始运营
4 万吨/年二甲基二硫 (DMDS) 联产 1 万吨/年二甲基亚砷 (DMSO) 项目	新疆广汇陆友硫化工有限公司	65%	甲硫醇硫化法	二甲基二硫 二甲基亚砷	4 万吨/年, 已投产 1 万吨/年 1 万吨/年, 已投产 0.5 万吨/年	一期项目在产, 产品产量稳定在 33t/天以上, 2020 年 12 月投产
1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目	新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	100%	对块煤进行分级提质、综合利用	煤基油品 提质煤 荒煤气	100 万吨/年 - -	在产, 2018-2019 年陆续投产, 2019 年 11 月完工
荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目	哈密广汇环保科技有限公司	95%	气体净化分离、草酸酯法	乙二醇	40 万吨/年	在产, 2022 年 6 月投产
120 万吨/年煤焦油加氢项目	信汇峡公司	34%	加氢精制、裂化及改质反应	液化气、轻质煤焦油 (石脑油)、粗白油 (柴油) 等主产品, 兼顾尾油、干气、硫磺等副产品	60 万吨/年	2020 年 1 月投产, 一期项目在产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图37: 煤化工产品产量 (万吨)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图38: 煤化工产品销量 (万吨, 左轴) 和产销率 (右轴)**


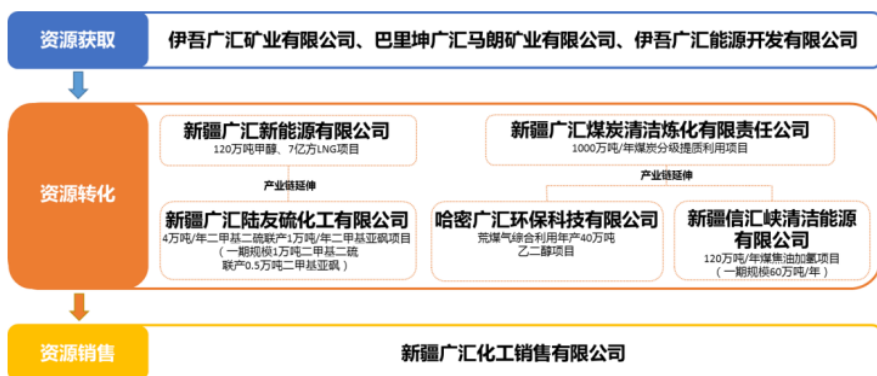
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 2022 年前三季度的销量包含贸易销售量, 而 2017-2021 年的销量不包含, 因此 2022Q1-Q3 煤化工副产品产销率非常高

**原料自给自足, 产业协同性带来强成本优势。**公司煤化工业务布局完整, 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目和 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目的原料主要来自于公司自有坑口煤矿, 无论是相比于油化工的原油成本还是相比于其他煤化工项目的外采煤成本, 都具有显著的成本优势, 且公司煤炭开采成本较低, 相比同行煤化工业务毛利率表现更为优秀。2021 年下半年以来, 随着需求复苏, 石油和天然气价格均实现较大幅度上涨, 以煤炭为替代的需求使得煤化工产品价格维

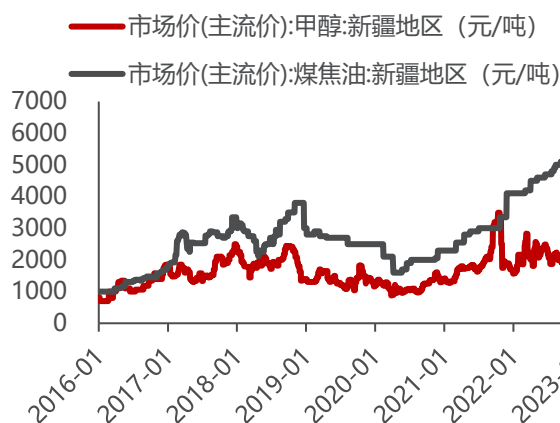
持高位，2021年，公司煤化工业务毛利率达到50.90%，产业协同和煤炭的低成本使得产品价格走高的背景下公司的业绩弹性更大。

图39：煤化工板块产业链



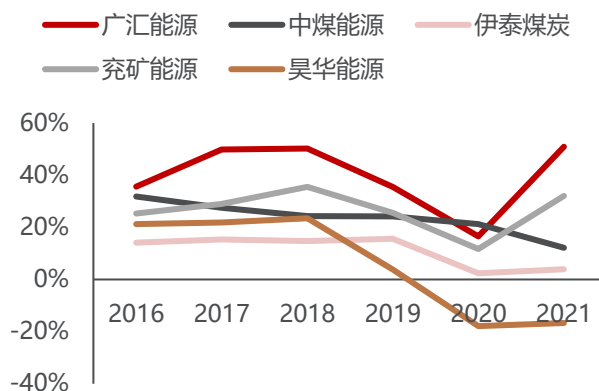
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：新疆甲醇和煤焦油价格走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：公司煤化工毛利率高于同行



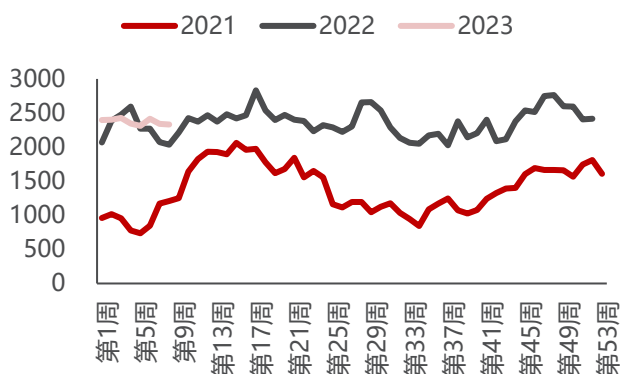
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 天然气：气源锁定成本可控，接收站扩建

### 4.1 全球供需紧张依旧

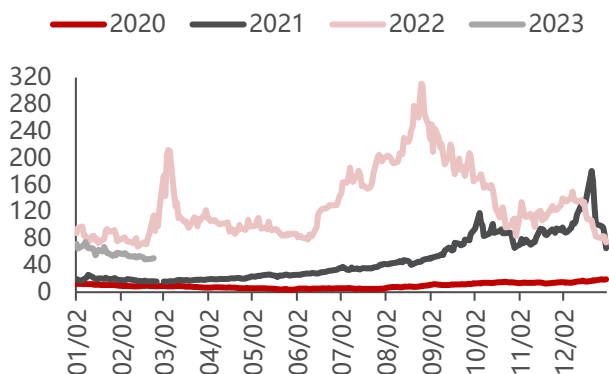
**国际天然气供给依然紧张。**在欧洲 LNG 进口量大幅增加和今冬欧洲气温较高的双重影响下，欧洲当前的天然气库存要高于往年同期，在此背景下，2023 年以来荷兰 TTF 价格出现较大的回落。然而，从全年维度来看，天然气价格依然具备向上的动能。第一，欧盟 2022 年达成的冬季天然气需求减少 15% 的协议截至时间到 2023 年 3 月 31 日，若协议时间未得到延长，欧洲天然气供需局面将会非常紧张。第二，2022 年欧洲寒潮到来较晚以及气候偏暖，支撑欧盟天然气需求下降明显，根据 Bruegel 数据，2022 年第四季度，电力部门天然气需求下滑 3.93%，工业用气和家庭供暖需求下滑 24.66%，表明发电需求具备较强的韧性，但气温变化对供暖用气需求有较大影响，因此 2023 年冬季若不是暖冬，天然气需求的削减将更为困难。第三，中国 LNG 进口在 2022 年出现大幅下滑，全年 LNG 进口同比下降 19.62%，其中，第二季度因为疫情原因同比下降最为明显，2023 年中国经济复苏态势较强，LNG 进口有望回升，或进一步加剧供需紧张态势。

图42：欧洲 LNG 进口大幅增长（百万立方米/周）



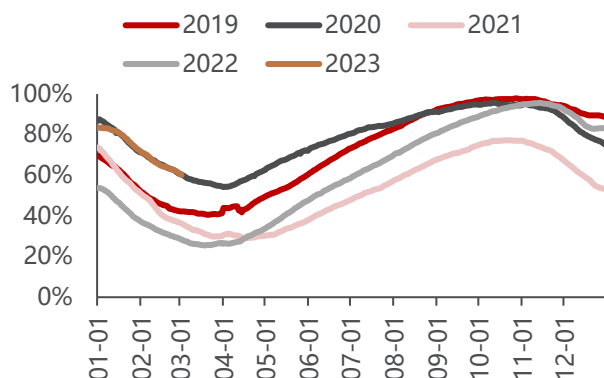
资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图44：荷兰 TTF 天然气 1 个月的远期价格指数（欧元/兆瓦时）



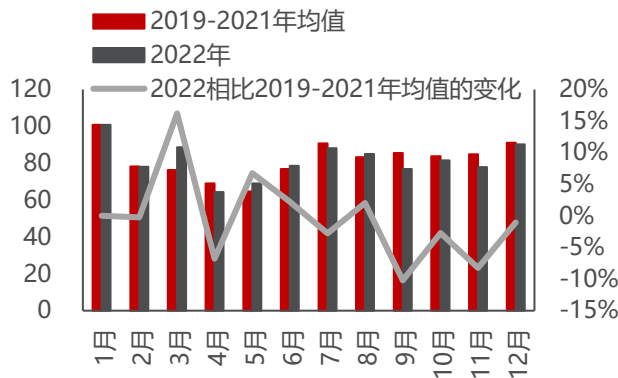
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图43：欧洲天然气库存位于高位



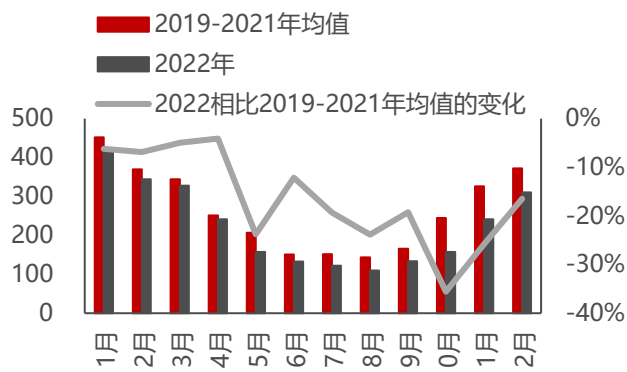
资料来源：GIE，民生证券研究院

图45：欧洲发电用气需求韧性较强（TWh）



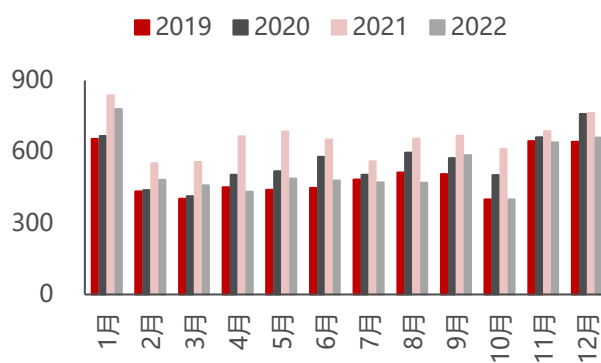
资料来源：Bruegel，民生证券研究院

图46: 2022 年欧洲工业和家庭用气明显减少 (TWh)



资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

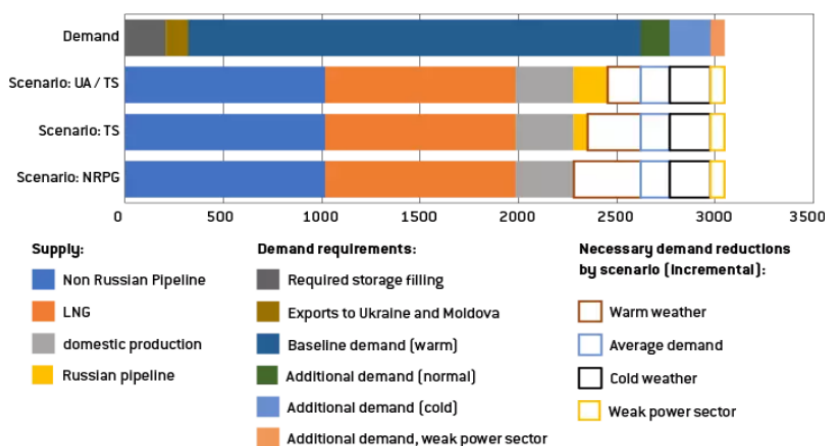
图47: 2022 年中国进口 LNG 大幅下滑 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**若在保证 2023 年冬季欧盟天然气能够正常供应, 在 10 月之前, 欧盟至少要削减 13% 的天然气需求。** 2023 年 3 月 31 日, 欧盟天然气需求削减 15% 的协议终止, 目前欧盟暂未表示要继续延长协议时间。然而, 为了以足够的天然气库存应对即将到来的 2023-24 年冬季, 欧盟需要在夏季减少一定的需求。据 Bruegel 数据, 假设乌克兰管道以 2022 年 9-12 月的日均流量输气、土耳其溪管道以 2022 年全年的日均流量输气, 那么, 为了满足一个正常气温的冬季需求, 欧盟需要在 2023 年的 2-9 月内削减相当于近五年同期均值的 13% 的需求; 如果要满足暖冬条件下的天然气冬季需求, 则要削减 7% 的需求; 若要满足寒冬下的天然气冬季需求, 则要削减 20% 的需求。在极端情形下, 一旦俄罗斯管道全部停止输气, 且欧盟要为寒冬情况积累天然气库存, 那么 2-9 月, 欧盟就需要削减 26% 的天然气需求。

图48: 2023 年 2-9 月欧盟的天然气平衡预测图



资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

表7: 在不同的冬季气温假设下 2-9 月欧盟需要减少的需求量

冬季温度假设	偏暖	正常	偏冷
乌克兰和土耳其溪管道均在输气	-7%	-13%	-20%
仅土耳其西管道输气	-12%	-17%	-24%
俄罗斯停止对欧盟的管道输气	-15%	-20%	-26%

资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

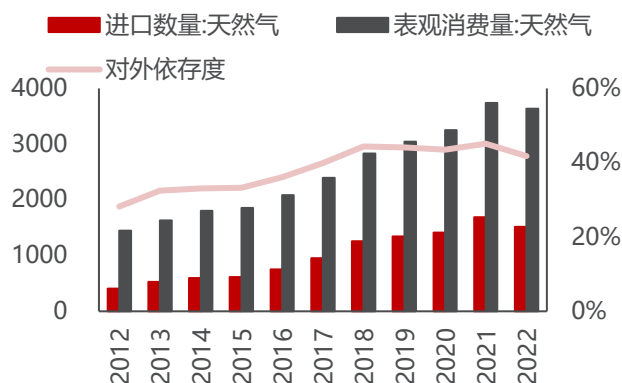
国内天然气进口依赖度高，LNG 的消费和进口比重都在提升。在国内能源保供的背景下，我国天然气产量保持快速上升的趋势，2022 年国内天然气产量达到 2177.90 亿立方米，近 10 年 CAGR 为 7.39%。同时，国内的天然气消费则保持着更高速的发展态势，2022 年消费量达到 3638.12 亿立方米，近 10 年 CAGR 为 9.67%，进口依赖度上升了 13.55pct 至 41.75%，我国的天然气进口依赖非常强。从结构来看，我国 2022 年的天然气消费中有 69.54%是气态天然气，而进口中有 57.64%是 LNG，且不管是消费还是进口，LNG 的比重都在上升。

图49：天然气产量增速快（亿立方米）



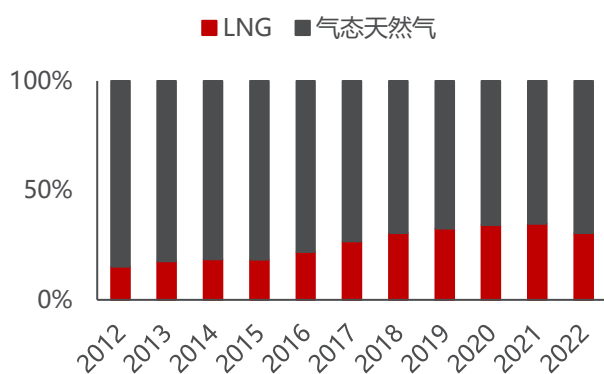
资料来源：wind，民生证券研究院

图50：天然气进口依赖高（亿立方米）



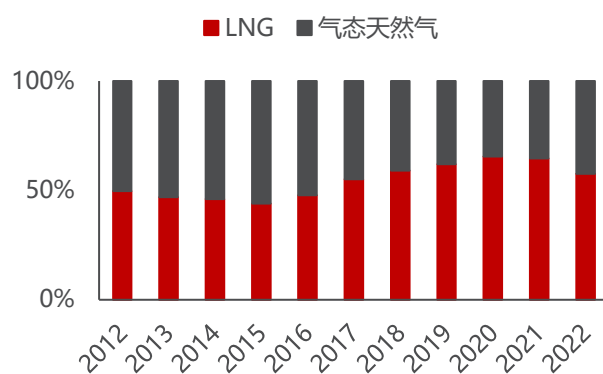
资料来源：wind，民生证券研究院

图51：2022 年气态天然气消费占比 69.54%



资料来源：wind，民生证券研究院

图52：2022 年 LNG 进口比重为 57.64%



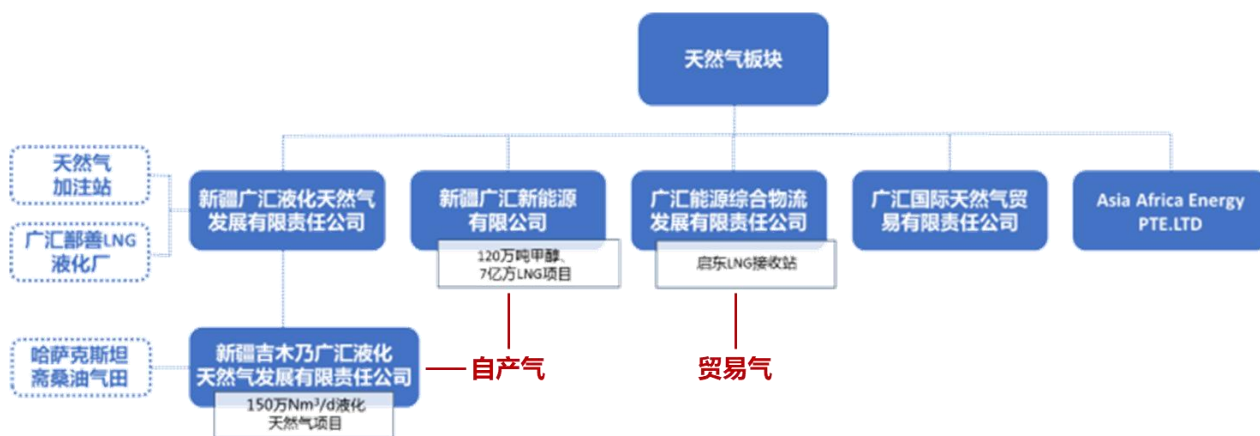
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 自有和贸易资源同步扩张，成本可控性强

自产气+外购气结合，LNG 销量快速提升。1) 自产气：公司拥有 2 个在产 LNG 生产基地，主要通过自有煤气资源产出 LNG，以及 1 个待复产的生产基地：  
①哈密煤化工 LNG 生产基地：制气原料为哈密淖毛湖矿区的煤炭，采用碎煤加压气化技术和国产化低温甲醇洗净化技术，同步化学加工煤制天然气，经液化处理形成煤制甲醇、LNG 及副产品，目前项目 LNG 产能达 7 亿方/年；  
②吉木乃 LNG 生产基地：该基地气源全部来自哈萨克斯坦的斋桑油气区块，通过与之相配套的 115.5 公里的中哈管道输送到吉木乃 LNG 工厂，利用天然气经深冷处理后生产

LNG, 设计产能 5 亿方/年; ③鄯善 LNG 生产基地: 2014 年停产, 于 2018 年纳入乌鲁木齐市政府天然气调峰储备项目, 目前该项目已完成相关技术改造工作, 上游气源仍在协调中。2) 外购气: 公司还拥有启东 LNG 接收站, 主要通过国际进口获取天然气, 下游客户面向国内外, 目前可周转销售的 LNG 超过 500 万吨/年。随着启东接收站的不断扩建, 公司 LNG 整体销量和贸易 LNG 比重逐渐提高, 2022 年前三季度, 公司 LNG 销量为 41.63 亿立方米, 其中贸易 LNG 的销售占比为 83.49%。

图53: 公司天然气板块产业链



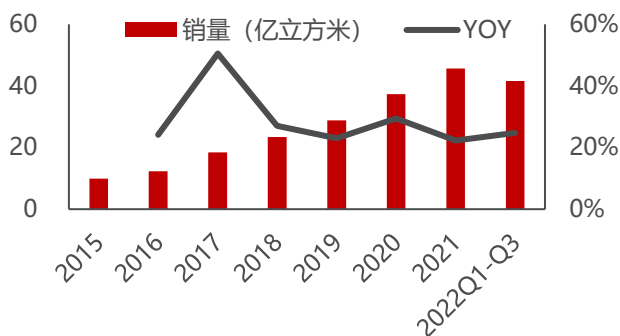
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表8: 公司 LNG 生产项目基地

项目	依托子公司	气源	产能	备注
鄯善 LNG 生产基地	新疆广汇液化天然气发展有限责任公司	正在积极协调气源	150 万方/天	2014 年停产, 2018 年纳入乌鲁木齐市政府天然气调峰储备项目。目前已完成相关技术改造工作, 待上游供气单位正常供气后可开展投产工作
哈密煤化工 LNG 生产基地	新疆广汇新能源有限公司	以淖毛湖矿区的煤炭生成煤制气	7 亿方/年	-
吉木乃 LNG 生产基地	新疆吉木乃广汇液化天然气发展有限责任公司	哈萨克斯坦斋桑油气区块	5 亿方/年	-
启东 LNG 接收站	广汇能源综合物流发展有限责任公司	国际进口	超过 500 万吨/年	-

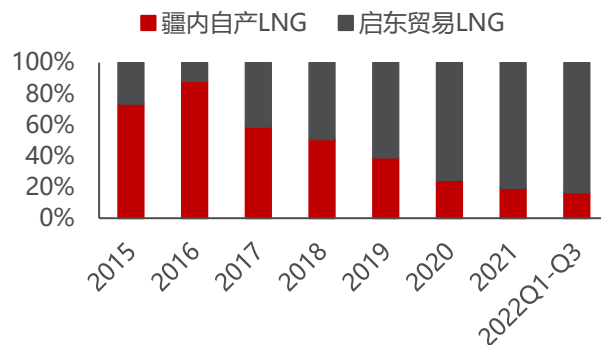
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图54: LNG 销量逐年提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图55: 启东贸易 LNG 占比快速扩大

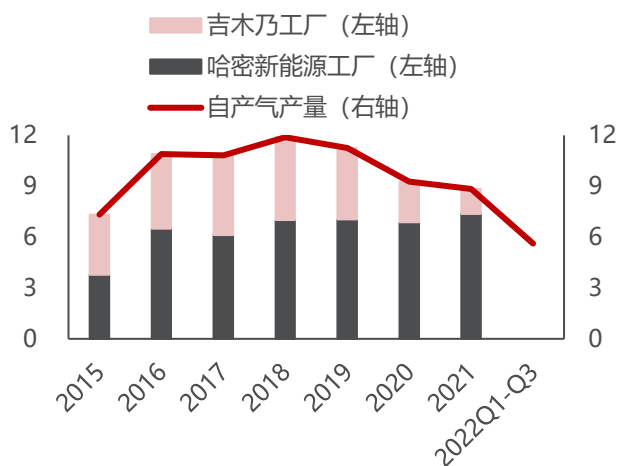


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

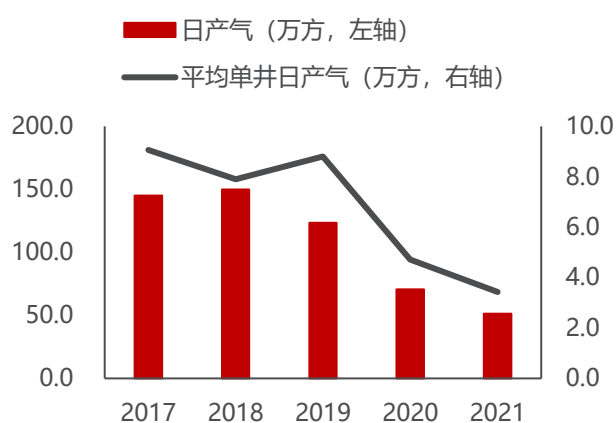
**自有能源方面，煤化工制气规模稳步扩张。**哈密煤化工项目于 2012 年 12 月投产，LNG 产量整体呈上升趋势，2021 年哈密新能源工厂产出 LNG 为 7.37 亿立方米，2022H1 产量为 3.86 亿立方米，同比增长 4.82%。据债券募集说明书的发展战略规划，2021-2025 年，公司将加快推进 180 万吨/年煤制甲醇联产 10 亿方 LNG 项目建设，**预计 2025 年哈密新能源工厂 LNG 产量将达到 10 亿立方米。**

吉木乃工厂于 2013 年开始接收哈国斋桑区块产出的天然气，2020-2021 年因新冠肺炎疫情、哈国电力供应故障检修等因素影响，LNG 产量大幅下降，2021 年吉木乃工厂 LNG 产量 1.47 亿立方米，2022H1 产量为 276.12 万立方米，斋桑区块天然气产量波动性较大，且单井日产气量呈现下降趋势，预计后续自产气来源将主要依赖于哈密新能源工厂。

**斋桑区块原油资源丰富，稠油开发项目有序推进。**公司通过全资子公司广汇石油间接持股 TBM 52% 的股权从而控股斋桑区块。尽管斋桑区块产气量下降，但区块的稠油开发项目正在有序推进。据公告显示，该区块已发现 5 个圈闭构造，落实了 2 个油气区带（Sarybulak Main 和 Sarybulak East 区），主区块二叠系油藏 C1+C2 储量 2.58 亿吨、C3 储量近 4 亿吨，主+东区块侏罗系 C1+C2 储量 4336 万吨，原油储量丰富，**未来可望建成年生产能力 200 万吨以上的规模级油田。**TBM 和安徽光大签订协议共同进行油气勘探，且在成本收回日前 TBM 收入分配比例为 28%，成本回收日后 TBM 收入分配比例为 40%，目前公司已对 1 口新油井完成了打井点位的确定。

**图56: LNG 产量下降 (亿立方米)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

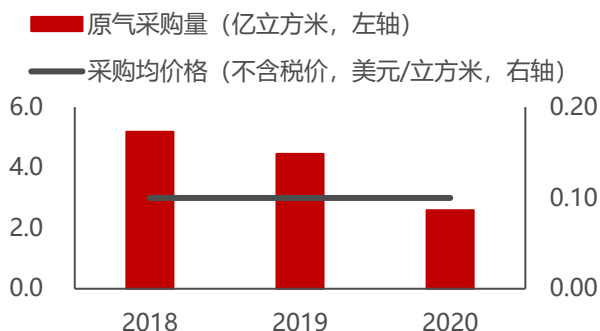
**图57: 斋桑区块单井产气量下降**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**自产气成本优势突出。**公司哈密基地的 LNG 源自煤制甲醇项目副产品，综合生产成本低，且在高煤价背景下，公司的煤炭开采成本也具有明显优势；斋桑气源则事先锁定了价格，2018-2020 年不含税的采购均价均为 0.1 美元/立方米，而 2017 年以来公司的天然气业务平均售价均在 2 元/立方米以上。总体来看，公司自产气成本可控，且优势突出，是公司天然气业务高毛利率的重要原因。

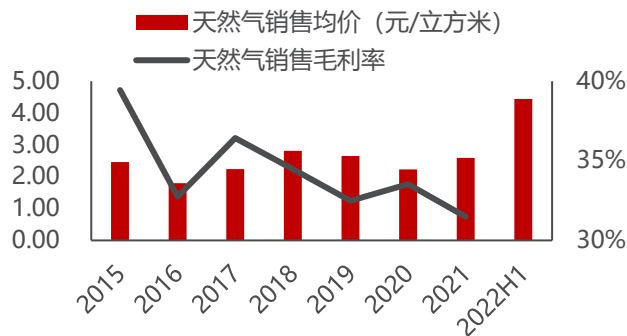


图58: 2018-2020 年公司从斋桑油田的采购情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图59: 天然气业务毛利率在 30%以上



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

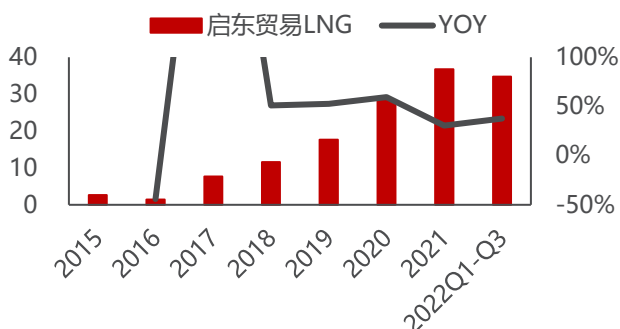
**贸易气方面, 启东接收站运转灵活, 扩建目标 1000 万吨/年。**2017-2020 年间, 启东 LNG 接收站的盈利模式为海外采购+国内销售+码头接卸, 同时随着接收站的扩建投运, 公司贸易气量高速增长。2021 年以来, 国际 LNG 市场价格较高, 公司以利润为导向, 调整销售策略为国际贸易+国内贸易+码头接卸的模式, 以“一气多销”形式增强盈利能力。目前, 公司 5#20 万方储罐已经投运, 年周转能力超过 500 万吨/年; 6#20 万方储罐预计将于今年 12 月完成预冷并具备 LNG 进液条件; 在 2025 年之前, 公司计划再投资一个 7#20 万方储罐, 从而实现 2025 年年周转能力 1000 万吨的目标。

表9: 启东 LNG 接收站的建设时间表

期数	设施	投运时间	投产后的年周转能力
一期	2*5 万方储罐	2017 年 6 月	60 万吨/年
二期	3#16 万方储罐	2018 年 11 月	115 万吨/年
三期	4#16 万方储罐	2020 年 6 月	300 万吨/年
四期	5#20 万方储罐	2022 年 10 月	超过 500 万吨/年
五期	6#20 万方储罐	计划 2023 年 12 月完成预冷并具备 LNG 进液条件	超过 500 万吨/年
六期	7#20 万方储罐	2025 年	1000 万吨/年
-	1#泊位	2021 年	-
-	2#泊位	可研报告进入内部审核, 海洋环评报告等正在编制	-
-	LNG 气化及配套海水取排水项目	2020 年 11 月	实现气化天然气通过管网向各燃气公司、电厂等供气, 提升 LNG 分销转运站的周转能力

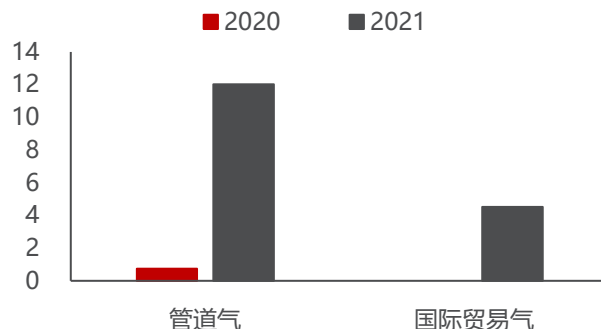
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图60: 贸易气销量逐年增加 (亿立方米)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图61: 贸易气销售流向逐渐多样化 (亿立方米)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

**配套建设泊位、管道等接卸运输设施，深化“2+3”运营模式。**目前，公司实施“2+3”运营模式——以液进液出、液进气出为2种输气途径，以境内贸易、接卸服务及国际贸易为3种盈利模式。为匹配启东接收站的周转目标，扩大销售网络和规模，公司还将在启东接收站建设更多泊位、管道等接卸运输设施。

- 接卸方面：2#泊位可研报告已进入内部审核。
- 运输方面：1) 启通天然气管线项目于2020年12月投入试运行，设计能力40亿方/年，2021年通过管道销售的贸易气达12.03亿立方米，同比实现大幅增长。2) LNG气化及配套海水取排水项目2020年11月投入运行，该项目可增加液进气出量，通过管网实现供应，从而提升分销转运站的周转能力。

**表10：启东 LNG 接收站的建设时间表**

设施	投运时间	备注
1#泊位	2021年	-
2#泊位	-	可研报告进入内部审核，海域使用论证、海洋环评报告正在编制
LNG 气化及配套海水取排水项目	2020年11月	增加液进气出周转量，实现气化天然气通过管网向各燃气公司、电厂等供气
启通天然气管线项目	2020年12月投入试运行	起点位于启东 LNG 接收站的启东首站，终点位于通州区的刘桥末站，线路全长160km (主线95km, 支线65km)，与中石油西气东输南通分输站实现互联互通。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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**上游锁价建立成本优势，下游签约多方保障输气稳定。**上游供应方面，公司和道达尔气电亚洲私人有限公司于2019年签署LNG购销协议，合同期限为十年，签约购销的LNG数量为70万吨/年，由于当前气价较高，公司长协气具有良好的成本优势；同时，公司还采用了短协方式采购LNG，与东北亚现货价格挂钩，保障输气量。下游需求方面，公司在投资启通管道时就与南通天生港发电有限公司等多方签订了合作协议；此外，公司与中石化签署了为期5年的合作协议，暂定2021年合作天然气量12亿方，未来合作天然气气量将逐年增至25亿方。

**表11：启通天然气管线项目投资协议**

供应公司	资源落实情况	
	气源	启通管道使用天然气量
广汇能源	拟与国际大型能源公司签订长期供气协议，合计约150万吨/年	-
中国华电集团清洁能源有限公司	加拿大西北 LNG 项目 60 万吨，签署了长协供气意向协议 300 万吨/年 LNG (可上浮至 350 万吨/年)	50-100 万吨
市场落实情况		
项目	投资内容	天然气使用量
南通天生港发电有限公司燃机热电联产项目	拟建设 2 台 9F 级燃气—蒸汽联合循环机组并保留扩建 2 台台同类型机组的余量	10.5 亿立方米
江苏华电通州湾天然气分布式能源项目	规划建设 4 套 200MW 级燃气—蒸汽联合循环发电机组	5 亿立方米
镇江宏顺煤改气燃机项目	规划建设 5 台 400MW 级 9F 型联合循环机组燃气机组	5*108 标方/天
中国石油西气东输管道公司代输合作框架	预留互联互通供气	10*108 标方/天
中石化	-	2021 年合作量 12 亿方，未来合作天然气气量将逐年增至 25 亿方

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 天然气业务

自产气方面，我们预计哈密新能源工厂 2022-2024 年产气稳定；吉木乃工厂气源主要来自哈萨克斯坦的斋桑油田，由于该油田产出资源将逐渐由气转为油，产气量预计逐年下滑；综合来看，我们预计 2022-2024 年公司疆内自产 LNG 的销量分别为 7.8/7.5/7.3 亿立方米。

贸易气方面，由于启东的 5#20 万方储罐于 2022 年 10 月投产，6#20 万方储罐公司预计将于 2023 年末投产，因此，我们预计 2022-2024 年启东贸易 LNG 销量将大幅上涨，分别为 51.1/69.0/85.6 亿立方米。

**表12：天然气销量（亿立方米）**

	2021A	2022E	2023E	2024E
疆内自产 LNG	8.8	7.8	7.5	7.3
哈密新能源工厂	7.4	7.3	7.3	7.3
吉木乃工厂	1.5	0.5	0.2	0.0
启东贸易 LNG	36.8	51.1	69.0	85.6
<b>合计</b>	<b>45.7</b>	<b>58.9</b>	<b>76.5</b>	<b>92.9</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

#### 2) 煤炭业务

销量：我们预计马朗煤矿将于 2023 年投产，东部煤矿将于 2024 年投产。由于公司当前白石湖煤矿的产量足够用于煤化工项目耗煤，因此马朗煤矿和东部煤矿的煤炭产量将全部用于外销，我们预计 2022-2024 年公司煤炭销量分别为 2713.0/4278.6/6278.6 万吨。

单位售价：受益于行业内煤价中枢上涨，我们预计 2022-2024 年公司煤炭单位售价分别为 552.0/574.1/582.5 元/吨。

单位成本：我们预计 2022-2024 年煤炭单位成本分别为 334.0/365.7/379.8 元/吨。

**表13：煤炭业务假设**

	2021A	2022E	2023E	2024E
销量（万吨）	1994.9	2713.0	4278.6	6278.6
原煤	1502.6	2353.0	3918.6	5918.6
提质煤	492.3	360.0	360.0	360.0
单位售价（元/吨）	433.0	552.0	574.1	582.5
单位成本（元/吨）	332.1	334.0	365.7	379.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

### 3) 煤化工业务

销量：公司荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目于 2022 年 6 月投产，2023-2024 年将逐步达产，乙二醇产量有望提升。我们预计，2022-2024 年甲醇销量为 112.7/112.7/112.7 万吨，煤基油品销量为 62.0/62.0/62.0 万吨，煤化工副产品销量为 45.0/50.0/52.0 万吨，乙二醇销量为 16.0/36.0/40.0 万吨。

**表14：煤化工业务销量假设（万吨）**

	2021A	2022E	2023E	2024E
甲醇	114.4	112.7	112.7	112.7
煤基油品	61.1	62.0	62.0	62.0
煤化工副产品	40.3	45.0	50.0	52.0
乙二醇		16.0	36.0	40.0
<b>合计</b>	<b>215.8</b>	<b>235.7</b>	<b>260.7</b>	<b>266.7</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

根据相关假设，我们预计 2022-2024 年公司营业收入将分别实现 516.4/624.8/781.2 亿元。

**表15：营收预计（亿元）**

	2021A	2022E	2023E	2024E
天然气	118.6	297.7	299.4	332.6
YOY	42.1%	151.0%	0.6%	11.1%
毛利率	31.5%	21.6%	26.3%	25.7%
煤炭	86.4	149.8	245.6	365.8
YOY	135.5%	73.4%	64.0%	48.9%
毛利率	42.2%	47.5%	41.7%	38.5%
煤化工	41.1	65.9	75.9	78.4
YOY	85.7%	60.3%	15.3%	3.2%
毛利率	50.9%	60.9%	55.9%	54.6%
其他主营业务	2.6	3.1	3.8	4.5
YOY	-71.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	29.4%	30.6%	31.7%	32.9%
<b>合计</b>	<b>248.6</b>	<b>516.4</b>	<b>624.8</b>	<b>781.2</b>
YOY	<b>64.3%</b>	<b>107.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>25.0%</b>
毛利率	<b>38.4%</b>	<b>34.2%</b>	<b>36.0%</b>	<b>34.7%</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析和投资建议

天然气销售业务是公司主要的收入和利润来源，由于在保供背景下，公司煤炭产量得以快速释放，煤炭成为公司第二大主业。因此，我们选取煤炭行业产量位居前列、且兼具煤炭和煤化工业务的上市公司中国神华、兖矿能源和中煤能源作为可比公司，从而煤炭可比公司 2022-2023 年 PE 均值为 6/6 倍；同时，我们选取了兼有 LNG 贸易和 LPG 贸易的九丰能源作为 LNG/LPG 贸易方面的可比公司，从而

可比公司 2022-2023 年 PE 为 15/12 倍。我们预计，2022-2024 年公司的归母净利润分别为 115.41/145.29/170.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.76/2.21/ 2.60 元/股，对应 2023 年 3 月 6 日股价的 PE 分别为 6/5/4 倍，低于可比公司 PE 均值。

在能源紧张的背景下，煤价和 LNG 价格均处于高位，随着公司的建设投入，启东接收站的周转能力将在未来三年逐步提高，新建煤矿也将逐步释放产能，天然气和煤炭业务有望助力公司实现业绩高增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表16：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	28.14	2.53	3.53	3.78	11	8	7
600188.SH	兖矿能源	33.65	3.29	6.22	6.88	10	5	5
601898.SH	中煤能源	8.75	1.00	1.85	1.92	9	5	5
<b>煤炭可比公司均值</b>						<b>10</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
605090.SH	九丰能源	25.45	1.40	1.75	2.17	18	15	12
<b>LNG/LPG 贸易可比公司均值</b>						<b>18</b>	<b>15</b>	<b>12</b>
<b>600256.SH</b>	<b>广汇能源</b>	<b>10.37</b>	<b>0.76</b>	<b>1.76</b>	<b>2.21</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>5</b>

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：九丰能源 EPS 数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 6 日

## 6 风险提示

**1) 煤矿投产进度不及预期。**公司业绩增量部分来源于新煤矿投产带来的产量增量,若马朗煤矿或东部煤矿投产进度未达到预期,产量或将不能达到我们的预期水平,从而对业绩释放造成影响。

**2) 国际天然气价格下跌或国内外价差收窄的风险。**若欧盟对俄罗斯的天然气依赖程度不及市场预期,对天然气需求的下滑或将导致国际天然气价格下跌,影响公司的国际天然气转售利润。若国际天然气价格上涨未能传导至国内,则国内天然气和进口天然气的价差收窄也将减少公司的业务利润。

**3) 煤炭需求不及预期。**随着国内经济的强劲复苏,煤炭下游需求也将出现良好增长,若国内经济复苏不及预期,导致煤炭的需求不及预期,则煤价可能会出现波动。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	24,865	51,641	62,480	78,125
营业成本	15,315	34,003	39,988	51,052
营业税金及附加	562	775	937	1,172
销售费用	312	413	500	625
管理费用	508	723	875	1,094
研发费用	344	516	625	781
EBIT	7,747	15,226	19,573	23,368
财务费用	1,412	1,401	1,536	1,625
资产减值损失	-223	51	-51	-122
投资收益	-55	26	31	39
<b>营业利润</b>	<b>6,098</b>	<b>13,908</b>	<b>18,023</b>	<b>21,668</b>
营业外收支	-114	27	-41	-106
<b>利润总额</b>	<b>5,984</b>	<b>13,935</b>	<b>17,982</b>	<b>21,561</b>
所得税	1,139	2,508	3,596	4,636
净利润	4,846	11,427	14,385	16,925
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,003</b>	<b>11,541</b>	<b>14,529</b>	<b>17,095</b>
EBITDA	9,533	17,164	21,771	25,821

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,717	11,043	14,578	24,413
应收账款及票据	4,210	7,886	9,542	11,875
预付款项	193	478	562	718
存货	1,851	3,886	4,458	5,634
其他流动资产	1,427	1,339	1,855	2,466
<b>流动资产合计</b>	<b>12,399</b>	<b>24,633</b>	<b>30,995</b>	<b>45,105</b>
长期股权投资	1,141	1,167	1,198	1,237
固定资产	28,382	31,327	33,806	36,091
无形资产	6,496	6,594	6,689	6,783
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,310</b>	<b>50,650</b>	<b>52,920</b>	<b>54,703</b>
<b>资产合计</b>	<b>59,709</b>	<b>75,283</b>	<b>83,915</b>	<b>99,808</b>
短期借款	9,495	10,695	11,895	13,095
应付账款及票据	7,982	7,453	8,765	11,190
其他流动负债	9,765	13,218	10,241	12,395
<b>流动负债合计</b>	<b>27,242</b>	<b>31,365</b>	<b>30,901</b>	<b>36,679</b>
长期借款	9,799	12,760	13,526	14,337
其他长期负债	1,888	2,380	2,380	2,379
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,687</b>	<b>15,141</b>	<b>15,905</b>	<b>16,716</b>
<b>负债合计</b>	<b>38,929</b>	<b>46,506</b>	<b>46,806</b>	<b>53,396</b>
股本	6,566	6,566	6,566	6,566
少数股东权益	-152	-266	-410	-580
<b>股东权益合计</b>	<b>20,780</b>	<b>28,777</b>	<b>37,109</b>	<b>46,412</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>59,709</b>	<b>75,283</b>	<b>83,915</b>	<b>99,808</b>

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	64.30	107.69	20.99	25.04
EBIT 增长率	155.31	96.55	28.55	19.39
净利润增长率	274.40	130.67	25.89	17.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.41	34.16	36.00	34.65
净利润率	20.12	22.35	23.25	21.88
总资产收益率 ROA	8.38	15.33	17.31	17.13
净资产收益率 ROE	23.90	39.74	38.72	36.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.46	0.79	1.00	1.23
速动比率	0.35	0.64	0.83	1.04
现金比率	0.17	0.35	0.47	0.67
资产负债率 (%)	65.20	61.77	55.78	53.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.94	26.00	26.00	26.00
存货周转天数	44.12	41.10	41.10	41.10
总资产周转率	0.44	0.77	0.78	0.85
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.76	1.76	2.21	2.60
每股净资产	3.19	4.42	5.71	7.16
每股经营现金流	0.92	1.85	2.79	3.30
每股股利	0.40	0.92	1.16	1.37
<b>估值分析</b>				
PE	14	6	5	4
PB	3.3	2.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	9.17	4.95	3.63	2.76
股息收益率 (%)	3.86	8.89	11.19	13.17

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,846	11,427	14,385	16,925
折旧和摊销	1,786	1,937	2,197	2,453
营运资金变动	-2,362	-2,652	-37	176
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,049</b>	<b>12,122</b>	<b>18,314</b>	<b>21,648</b>
资本开支	-3,404	-4,826	-4,459	-4,282
投资	333	-100	-100	-100
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,207</b>	<b>-5,287</b>	<b>-4,559</b>	<b>-4,382</b>
股权募资	25	0	0	0
债务募资	1,317	4,362	-2,477	2,012
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,962</b>	<b>-508</b>	<b>-10,220</b>	<b>-7,431</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-138</b>	<b>6,326</b>	<b>3,535</b>	<b>9,834</b>

## 插图目录

图 1: 公司的发展历程.....	3
图 2: 公司在能源领域具备完整的产业链布局.....	4
图 3: 公司的“一二三四”战略.....	4
图 4: 公司的股权结构.....	4
图 5: 2015-2022 年前三季度公司的营业收入 (左轴) 和增速 (右轴) .....	5
图 6: 2015-2022 年前三季度公司的归母净利润 (左轴) 和增速 (右轴) .....	5
图 7: 公司的收入结构 (亿元) .....	5
图 8: 公司的毛利结构 (亿元) .....	5
图 9: 公司的盈利能力.....	6
图 10: 公司的期间费用率.....	6
图 11: 公司的股利支付率.....	7
图 12: 公司的股息率.....	7
图 13: 过去三到五年煤炭行业资本开支低迷.....	8
图 14: 全国智能化采煤工作面数量攀升 (个) .....	8
图 15: 2022 年火电发电增速放缓 (万亿千瓦时) .....	9
图 16: “十四五”煤化工产量目标翻倍.....	9
图 17: 内蒙古产量增长绝对量最高 (万吨) .....	9
图 18: 2022 年新疆的新增产量增速最高 (亿吨) .....	9
图 19: 新疆煤炭价格独立于省外 (元/吨) .....	10
图 20: 疆煤外运量提升 (万吨) .....	10
图 21: 疆煤外运的主要通道示意图 .....	11
图 22: 甘肃、四川等地的煤价和新疆煤价波动趋势更为一致 (元/吨) .....	12
图 23: 甘肃存在较高的煤炭缺口 (亿吨) .....	12
图 24: 四川存在较高的煤炭缺口 (亿吨) .....	12
图 25: 新疆的煤炭保有储量占全国的 17.53% (亿吨) .....	13
图 26: 新疆自治区煤炭资源分布情况 .....	13
图 27: 公司煤炭产销量呈上升趋势 .....	14
图 28: 公司的煤炭单位售价和单位成本.....	14
图 29: 煤炭业务单位成本结构 (元/吨) .....	14
图 30: 2021 年公司单位成本相比同业较低 (元/吨) .....	14
图 31: 公司的煤炭市场布局.....	15
图 32: 公司的疆煤外销量.....	15
图 33: 公司的煤炭运力布局.....	16
图 34: 广汇物流和广汇能源是关联公司.....	16
图 35: 不同油价背景下不同工艺生产烯烃的成本对比.....	17
图 36: 当前油价基本稳定在 80 美元/桶以上 .....	17
图 37: 煤化工产品产量 (万吨) .....	18
图 38: 煤化工产品销量 (万吨, 左轴) 和产销率 (右轴) .....	18
图 39: 煤化工板块产业链.....	19
图 40: 新疆甲醇和煤焦油价格走势 .....	19
图 41: 公司煤化工毛利率高于同行 .....	19
图 42: 欧洲 LNG 进口大幅增长 (百万立方米/周) .....	20
图 43: 欧洲天然气库存位于高位.....	20
图 44: 荷兰 TTF 天然气 1 个月的远期价格指数 (欧元/兆瓦时) .....	20
图 45: 欧洲发电用气需求韧性较强 (TWh) .....	20
图 46: 2022 年欧洲工业和家庭用气明显减少 (TWh) .....	21
图 47: 2022 年中国进口 LNG 大幅下滑 (万吨) .....	21
图 48: 2023 年 2-9 月欧盟的天然气平衡预测图.....	21
图 49: 天然气产量增速快 (亿立方米) .....	22
图 50: 天然气进口依赖高 (亿立方米) .....	22
图 51: 2022 年气态天然气消费占比 69.54% .....	22
图 52: 2022 年 LNG 进口比重为 57.64% .....	22
图 53: 公司天然气板块产业链.....	23
图 54: LNG 销量逐年提升.....	23



图 55: 启东贸易 LNG 占比快速扩大 .....	23
图 56: LNG 产量下降 (亿立方米) .....	24
图 57: 斋桑区块单井产气量下降 .....	24
图 58: 2018-2020 年公司从斋桑油田的采购情况 .....	25
图 59: 天然气业务毛利率在 30% 以上 .....	25
图 60: 贸易气销量逐年增加 (亿立方米) .....	25
图 61: 贸易气销售流向逐渐多样化 (亿立方米) .....	25

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 激励计划对比 .....	6
表 2: 疆煤外运的铁路通道 .....	10
表 3: 外调至兰州的出疆煤价格测算 (6000 大卡) .....	12
表 4: 截至 2021 年末公司煤炭可采储量为 60 亿吨 .....	13
表 5: 广元和宁东煤炭储运基地的项目规划 .....	16
表 6: 煤化工项目 .....	18
表 7: 在不同的冬季气温假设下 2-9 月欧盟需要减少的需求量 .....	21
表 8: 公司 LNG 生产项目基地 .....	23
表 9: 启东 LNG 接收站的建设时间表 .....	25
表 10: 启东 LNG 接收站的建设时间表 .....	26
表 11: 启通天然气管线项目投资协议 .....	26
表 12: 天然气销量 (亿立方米) .....	27
表 13: 煤炭业务假设 .....	27
表 14: 煤化工业务销量假设 (万吨) .....	28
表 15: 营收预计 (亿元) .....	28
表 16: 可比公司 PE 数据对比 .....	29
公司财务报表数据预测汇总 .....	31

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026