

石油石化

2023 年 01 月 17 日

广汇能源 (600256)

——煤炭产量超预期快速增长，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：2023 年 01 月 16 日

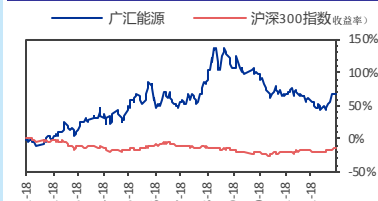
收盘价 (元)	10.29
一年内最高/最低 (元)	15.2/5.68
市净率	2.6
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	67562
上证指数/深证成指	3227.59/11785.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	4.04
资产负债率%	61.56
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：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
menqwxw@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

陈松涛 A0230121090002
chenst@swsresearch.com

联系人

陈松涛
(8621)23297818x
chenst@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司煤炭产能快速扩张，助力业绩高速增长。**公司煤炭储量丰富，资源禀赋优异，是疆煤保供的核心标的。马朗煤矿投产后公司煤炭产能高达 6500 万吨/年，预计公司煤炭销量将从 2022 年的 2718 万吨大幅增长至 2023 年 5600 万吨，增幅高达 106%。此外，十四五期间预计随着东部矿区的建设投产，预计 2024 年-2025 年各增长 1000 万吨/年产能，公司煤炭产能保持快速增长状态。同时中期煤炭供给偏紧格局下，预计 3-5 年内煤价将维持高位，产量的高增长将为公司带来高盈利弹性。经模型测算，预计公司煤炭板块业绩 2023 年超百亿，持续大幅增长。
- **低生产成本叠加铁路协同运输优势，扩大公司外销辐射区域，造就公司煤炭外销成本护城河。**公司煤矿属于优质露天煤矿，开采完全成本约 130 元/吨，远低于陕蒙地区 260-320 元/吨水平。公司通过将淖铁路协同运输，大幅扩大公司煤炭外销辐射区域，打破“疆煤外运”瓶颈，使得公司煤炭外销综合成本优势明显。经测算，当前公司煤炭在甘肃、四川市场的综合成本已经低于陕西、内蒙古地区煤炭，具有较强市场竞争力；且即便未来极端悲观情况下煤价回落，根据历史煤价情况，假设秦皇岛港口煤价从当前 1200 元/吨降至 600 元/吨时，公司煤炭外销仍有具有明显收益，具有较强的抗风险能力。
- **天然气业务受益行业高景气，长协贸易气及自产气成本优势显著，稳定贡献利润。**全球天然气历史投资不足，叠加俄乌冲突对供给端干扰，预计短期供给偏紧格局难以扭转，价格将维持高位震荡。此背景下，公司长协贸易气及自产气凭借低成本优势，能够充分受益价格弹性，公司天然气板块盈利维持高位。
- **盈利预测与估值：**公司全产业链专业化布局能源领域，预计后续新增产能将稳步投产，但考虑到 2022 年国内疫情对需求端的影响，基于相对估值模型，下调公司 22-24 年 EPS 预测由 1.86 元、2.6 元、3.57 元至 1.74 元、2.52 和 3.2 元，当前市值对应 22-24 年 PE 分别为 6 倍、4 倍和 3 倍。23-24 年行业平均估值 PE 分别为 8 倍和 7 倍，公司 23-24 年 PE 折价幅度分别为 85%和 105%。给予公司 23 年 8 倍 PE 目标估值，较现价约 85% 的上涨空间。公司兼具高成长和低估值属性，因此强调原有评级，继续给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭下游需求不及预期；天然气价格不及预期；煤矿项目投产进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	24,865	37,279	58,777	85,029	106,020
同比增长率 (%)	64.3	126.4	136.4	44.7	24.7
归母净利润 (百万元)	5,003	8,402	11,407	16,519	21,015
同比增长率 (%)	274.4	204.4	128.0	44.8	27.2
每股收益 (元/股)	0.76	1.28	1.74	2.52	3.20
毛利率 (%)	38.4	33.2	32.1	31.2	30.7
ROE (%)	23.9	31.7	38.4	40.0	38.0
市盈率	14		6	4	3

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

公司全产业链专业化布局能源领域，预计后续新增产能将稳步投产，但考虑到2022年国内疫情对需求端的影响，基于相对估值模型，下调公司22-24年EPS预测由1.86元、2.6元、3.57元至1.74元、2.52和3.2元，当前市值对应22-24年PE分别为6倍、4倍和3倍。23-24年行业平均估值PE分别为8倍和7倍，公司23-24年PE折价幅度分别为85%和105%。给予公司23年8倍PE目标估值，较现价约85%的上涨空间。公司兼具高成长和低估值属性，因此强调原有评级，继续给予“买入”评级。

关键假设点

煤炭业务：公司煤炭资源丰富、运输条件良好，受益于保供政策下疆煤开发和疆煤外运的提速，公司马朗煤矿、东部煤矿预计于“十四五”期间逐步投产，煤炭产销量将持续增长，预计22-24年煤炭销量分别为2718、5600、7178万吨；价格方面，预计22-24年销售均价分别为688、675、674元/吨。

天然气业务：贸易气方面，启东LNG接收站在2022年的周转能力已达500万吨/年，并规划在2025年继续提升至1000万吨/年，预计公司22-24年贸易气销量分别为370、500、700万吨；自产气方面，公司无新增产能计划，预计22-24年销量维持平稳，保持58万吨不变；价格方面，受国际天然气供给偏紧影响，预计产地LNG价格仍处于高位，预计22-24年销售均价分别为5713、5730、5742元/吨。

有别于大众的认识

1、市场认为，若未来煤炭价格下跌，将对公司煤炭外销产生不利影响；但我们分析认为，公司煤炭开采成本低，且布局铁路运输有效降低了运费成本，经测算，当前综合成本在甘肃、四川地区市场已经具备明显成本优势。且参考历史港口煤价和西部地区煤价情况，测算结果显示，即便港口煤价从当前1200元/吨水平大幅降至600元/吨，公司煤炭外销仍然具有一定盈利空间，抗风险能力较强。

2、市场过分担忧未来天然气价格下跌会影响公司天然气业务盈利；但我们分析认为，短期内全球天然气新增产能有限，供需偏紧格局在3-5年内不会改变，气价将维持高位。且公司长协气源稳定，成本优势突出，国际转售带来的丰厚盈利确定性强。

股价表现的催化剂

马朗矿区和东部矿区产能释放超预期；煤炭、天然气价格高于预期。

核心假设风险

煤炭下游需求不及预期；天然气价格不及预期；煤矿项目投产进度不及预期。

目录

1. “气煤油”齐具赋予稀缺属性，战略性布局绿能着眼未来	6
2. 煤炭资源丰富外运无忧，政策加持产量高成长	10
2.1 国内煤炭供给偏紧，保供政策促进疆煤产能释放	10
2.2 公司煤炭资源丰富，新增产能高速增长	11
2.3 将淖红铁路协同改变供应格局，降本增效彰显运输优势	12
2.4 产量高增提供业绩弹性，成本优势铸就护城河	14
3. LNG 自产+贸易并举，构筑天然气核心竞争力	17
3.1 天然气业务稳步扩张，业绩再破前高	17
3.2 “2+3”模式灵活创收，启东站扩建释放产能	18
3.3 全球气价维持高位，国际转售增厚盈利	19
4. 煤化工成本优势凸显，利润贡献稳定	22
4.1 深度布局现代煤化工，油价上涨驱动景气回升	22
4.2 产品价格有望维持高位，低成本带来稳定业绩支撑	23
5. 布局 CCUS 和氢能，助力绿色能源转型	25
5.1 CCUS 及驱油项目稳步推进，成本优势明显	25
5.2 加速氢能产业布局，实现经济、社会效益双提升	26
6. 盈利预测与估值	28
6.1 关键假设	28
6.2 盈利预测与公司估值	29
7. 风险提示	29

图表目录

图 1：广汇能源股权结构.....	6
图 2：2014-2022 公司营收及预测情况.....	7
图 3：2014-2022 公司归母净利润及预测情况.....	7
图 4：2021 年公司营业收入占比（%）.....	7
图 5：公司分产品营业收入增速（%）.....	7
图 6：2021 年公司毛利占比（%）.....	8
图 7：公司分产品毛利增速（%）.....	8
图 8：2014-2021 年公司三项费用率（%）.....	8
图 9：2014-2021 年公司毛利率和净利率.....	8
图 10：21 年以来煤炭价格高位震荡.....	10
图 11：2021 我国各省煤炭储量占比（%）.....	10
图 12：公司煤炭板块产业链.....	11
图 13：甘肃省煤炭净调入量（万吨）.....	12
图 14：云贵川三地煤炭净调入量（万吨）.....	12
图 15：公司煤炭市场布局.....	12
图 16：红淅铁路示意图.....	13
图 17：红淅铁路投运以来装车列数（列）.....	14
图 18：公司经红淅铁路发运量（万吨/年）.....	14
图 19：公司煤炭产量（不含自用煤）（万吨）.....	14
图 20：公司煤炭销量（不含自用煤）（万吨）.....	14
图 21：新疆哈密 6000K 动力煤价格（元/吨）.....	15
图 22：公司煤炭板块销售均价、毛利率及吨煤毛利.....	15
图 23：天然气板块产业链示意图.....	17
图 24：公司天然气销量稳步增长（亿方）.....	18
图 25：公司天然气营收逐年攀升（亿元）.....	18
图 26：公司外购 LNG 销量及增速（亿方）（%）.....	19
图 27：自产销量与外购销量占比（%）.....	19
图 28：2021 年以来国际天然气价格持续上行.....	20
图 29：公司自产 LNG 产量（亿方）.....	21

图 30：公司自产 LNG 销量及增速（亿方）（%）	21
图 31：广汇能源煤化工板块运营主体及主要项目	22
图 32：公司煤化工板块营收及毛利润（亿元）	23
图 33：煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强	23
图 34：国内新疆地区甲醇市场价（元/吨）	24
图 35：公司甲醇产品销量和产量(万吨)	24
图 36：新疆煤焦油市场价	24
图 37：公司煤基油品销量和产量（万吨）	24
图 38：CCUS 技术环节	25
表 1：公司“一二三四”转型战略	6
表 2：公司 2022 年员工持股计划内容	9
表 3：公司矿区煤炭资源储备概况	11
表 4：煤炭板块利润弹性测算	15
表 5：不同区域煤炭销售总成本测算表	16
表 6：港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表（元/吨）	16
表 7：天然气板块产能情况	17
表 8：启东 LNG 接收站项目建设与产能规划	18
表 9：启通线市场落实情况相关协议	19
表 10：长协气盈利弹性测算	20
表 11：自产 LNG 盈利弹性测算	21
表 12：公司煤化工项目建设与产能规划	23
表 13：各行业 CCUS 二氧化碳减排需求潜力（亿吨/年）	25
表 14：氢能项目规划建设配置内容	26
表 15：氢能产业链综合利用项目节能减碳效应（万吨/年）	27
表 16：公司主要业务假设及利润拆分（百万元）	28
表 17：可比公司估值表（元/股，倍）	29

1. “气煤油” 齐具赋予稀缺属性，战略性布局绿能着眼未来

广汇能源创始于 1994 年，原名为新疆广汇实业股份有限公司，2000 年 5 月在上交所上市。公司于 2002 年开始进行产业结构调整，2012 年剥离了全部非能源业务，2012 年成功转型为专业化的能源开发上市公司，同年 6 月 5 日正式更名为广汇能源股份有限公司，是目前在国内外同时拥有“气、煤、油”三种资源的民营企业。

公司立足于“气、煤、油”等能源资源，深耕天然气、煤炭和煤化工三大板块，布局 CCUS、氢能，逐步向绿色能源转型。2012-2020 年期间，公司完成了第一次战略转型目标，走绿色开发、低碳利用、清洁发展之路，“气、煤、油”三大资源板块协同发展。

2021 年，公司启动了以“绿色革命”为主题的第二次战略转型升级（2021-2025 年），围绕现有产业格局，集中优势力量，实施“一二三四”战略，重点突出天然气业务，平衡发展煤炭和煤化工板块，战略布局二氧化碳捕集封存（CCUS）及驱油、氢能等绿色能源板块，计划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。

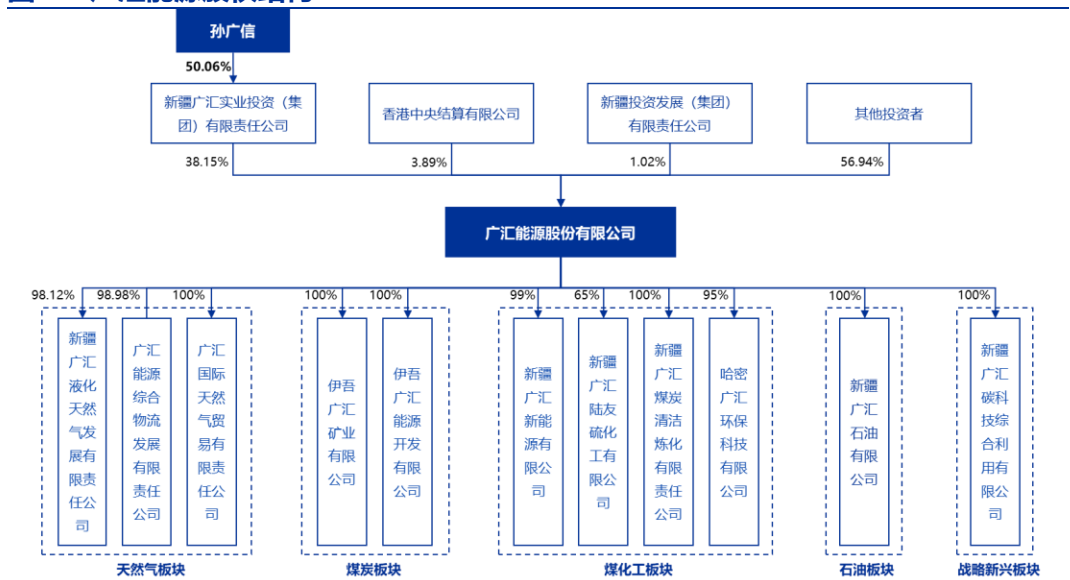
表 1：公司“一二三四”转型战略

要求	明细
“一个主业”	天然气业务
“二个板块”	煤炭和煤化工板块 转型为全球领先的二氧化碳捕集封存（CCUS）及驱油企业
“三个转型”	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
“四个场景”	最佳的原料供应场景、最佳的生产制造场景、最佳的市场需求场景、最佳的终端应用场景

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权结构清晰。截至 2022 年 9 月 30 日，公司总股本 65.66 亿股，其中控股股东新疆广汇实业投资集团持股 38.15%，实际控制人为孙广信先生。

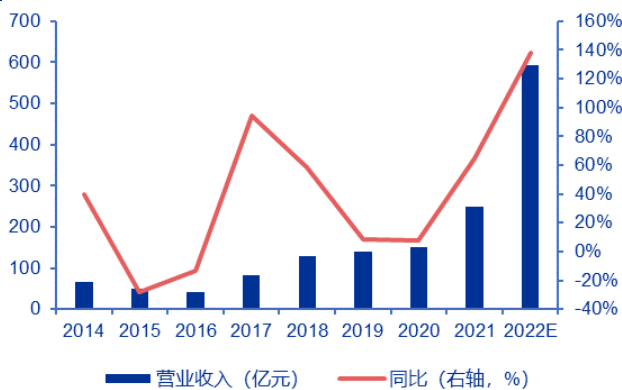
图 1：广汇能源股权结构



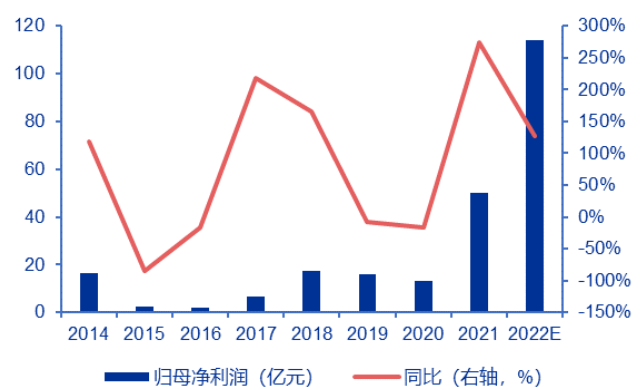
资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：广汇集团持股中含可交债质押股份的 4.43%）

2021 年以前，公司历史营收相对平稳。2014-2016 年，受经济增速放缓、能源结构调整等因素影响，下游需求低迷，公司营收随之下降。2017 年，行业供给侧改革叠加需求恢复，能源价格一路上行，公司业绩拐点初步显现；但受 2018-2020 年大宗商品价格下行影响，公司煤化工产品盈利能力下降，造成归母净利润下滑。

2021 年起，全球能源供需偏紧背景下，行业景气高企，叠加公司各项业务的持续扩张，公司业绩大幅提升。2021 年公司实现营业收入 248.65 亿元，归母净利润 50.03 亿元，同比分别增长 64.3%、274.48%。根据 2022 年业绩预增公告，公司在 2021 年高基数的基础上，业绩再创新高，2022 年预计营业收入中枢 592.5 亿元，归母净利润中枢 114 亿元，同比分别增长 138.29%、127.86%。

图 2：2014-2022 公司营收及预测情况


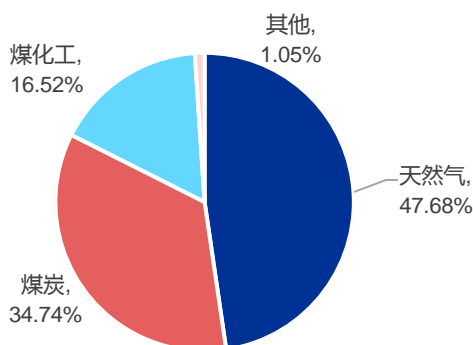
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2014-2022 公司归母净利润及预测情况


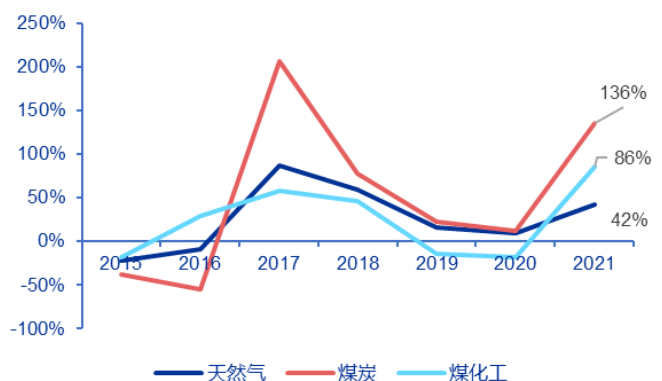
资料来源：公司公告，申万宏源研究

天然气、煤炭和煤化工是公司三大主要业务板块，贡献了主要营收和利润。2021 年，公司天然气、煤炭、煤化工三大板块营收占比分别为 47.68%、34.74%、16.52%，合计占比约 98.95%；天然气、煤炭、煤化工毛利占比分别为 39.09%、38.21%、21.89%，合计占比达 99.19%。

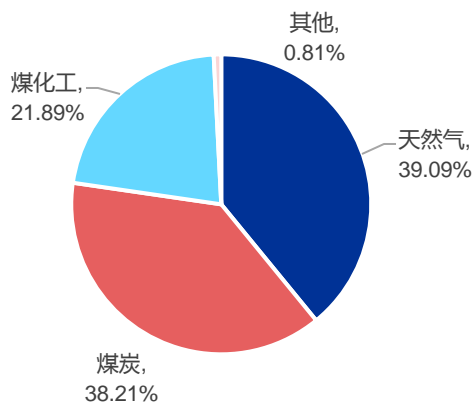
增速方面，煤炭与煤化工板块表现亮眼。2021 年公司煤炭与煤化工业务分别实现营业收入 86.39 亿元、41.08 亿元，同比增长 136%、86%；毛利润 36.49 亿元、20.91 亿元，同比增长 345%、473%。

图 4：2021 年公司营业收入占比 (%)


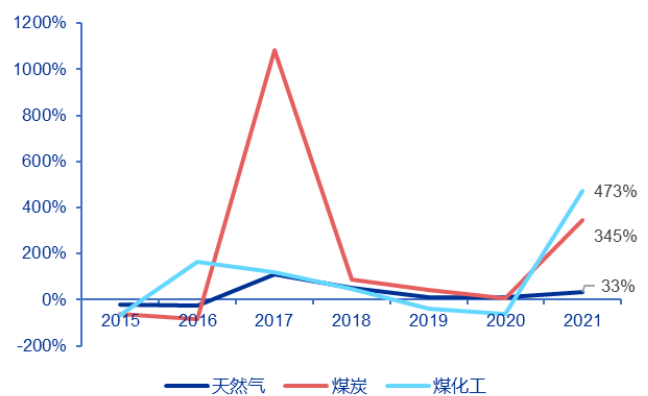
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司分产品营业收入增速 (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

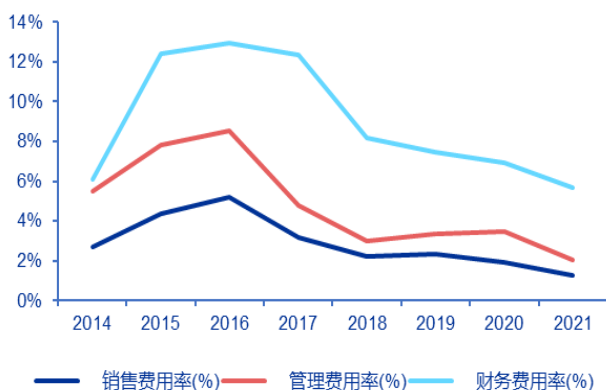
图 6：2021 年公司毛利占比（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

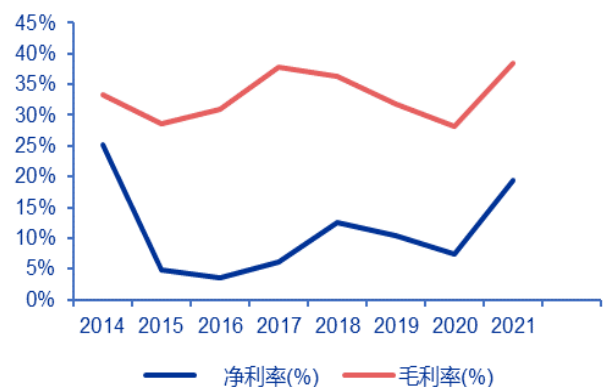
图 7：公司分产品毛利增速（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理水平逐渐提高，三项费用率下降，盈利能力提升。2017 年以来，随着公司成本控制能力逐步增强，公司三项费用率整体呈下降趋势。2021 年，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.25%、2.04%、5.68%，均较 17 年有明显下降。毛利率方面，能源行业持续景气下，公司盈利能力显著提升，2021 年公司毛利率达到 38.41%，净利率达到 19.49%。

图 8：2014-2021 年公司三项费用率（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：2014-2021 年公司毛利率和净利率


资料来源：公司公告，申万宏源研究

“员工持股计划+高分红承诺”彰显公司长期发展信心。公司于 2022 年 4 月 25 日发布《2022 年员工持股计划（草案）》，拟授予 198 名员工（初始创立时）4548.75 万股，转让价格为回购成本均价 2.84 元/股。业绩考核目标以 2021 年业绩为基准，2022 年-2024 年归母净利润增速分别不低于 100%、200%、300%，即归母净利润分别不低于 100 亿、150 亿、200 亿元。

同时，公司发布《关于提高公司未来三年（2022-2024）年度现金分红比例的公告》，拟将 2022-2024 年度的现金分红比例大幅度提高为：“连续三年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%，且每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股（含税）”。

大幅提高现金分红比例不仅彰显了公司对未来的发展信心，也提高了公司的长期投资价值。按 2023 年 1 月 16 日收盘价计算，保底分红 0.7 元/股对应当前公司 22 年保底股息率约 6.8%，投资确定性赋予了公司较强的避险属性。

表 2：公司 2022 年员工持股计划内容

解除 锁定期	解除锁定期时间	解除锁定比例	业绩考核目标
第一个解除锁定期	自授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	本期员工持股计划授予总数× 35%	归属于上市公司股东的净利润 不低于 100 亿
第二个解除锁定期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	本期员工持股计划授予总数× 35%	归属于上市公司股东的净利润 不低于 150 亿
第三个解除锁定期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	本期员工持股计划授予总数× 30%	归属于上市公司股东的净利润 不低于 200 亿

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 煤炭资源丰富外运无忧，政策加持产量高成长

2.1 国内煤炭供给偏紧，保供政策促进疆煤产能释放

能源供给不足衍生能源安全担忧，煤炭保供势在必行。近年“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿，造成供给端相对刚性，同时需求端用电需求稳步增长，煤炭供给情况趋于紧张。2021 年以来，极端天气、俄乌冲突等多重因素进一步加剧了煤炭等基础能源供给不足的问题，供需矛盾激化使得全球范围内煤价大幅上涨，影响了居民日常用电和工业平稳运行。因此，在能源安全要求下，我国煤炭增产保供成为必然趋势。

东部煤炭资源逐渐枯竭，西部地区成为煤炭增产保供核心。我国煤炭资源分布总体呈“西多东少，北富南贫”的特点，面对东部地区中小煤矿资源逐渐枯竭、落后产能加速退出的现状，西部地区尤其是新疆地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。

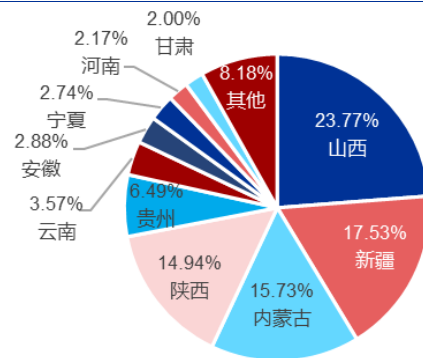
新疆煤炭储量全国第二，且资源禀赋优异，开采成本和开采难度低。根据自然资源部发布的《2021 年全国矿产资源储量统计表》，截至 2021 年底，我国煤炭储量达 2078.85 亿吨，其中新疆地区储量达 365 亿吨，占比 17.53%，是我国第二大煤炭资源储藏地，具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势，开发潜力巨大。此外，新疆煤类资源从褐煤到无烟煤均有分布，总体上以低变质程度的长焰煤、不粘煤和气煤为主，发热量高，具有低硫、低磷、低灰的特点。

图 10：21 年以来煤炭价格高位震荡



资料来源：wind，申万宏源研究

图 11：2021 我国各省煤炭储量占比 (%)



资料来源：自然资源部，申万宏源研究

煤炭供应保障政策持续发力，疆煤产能持续释放。2022 年 5 月，新疆维吾尔自治区人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，强调加快新疆大型煤炭供应保障基地建设。

《方案》中提到，“十四五”时期，新疆地区将以增产增供为基本原则，2025 年新疆地区预计达成年产能 4.6 亿吨以上、产量 4 亿吨以上的总量任务；**预计新增产能 1.64 亿吨，产能增幅 60%以上。**

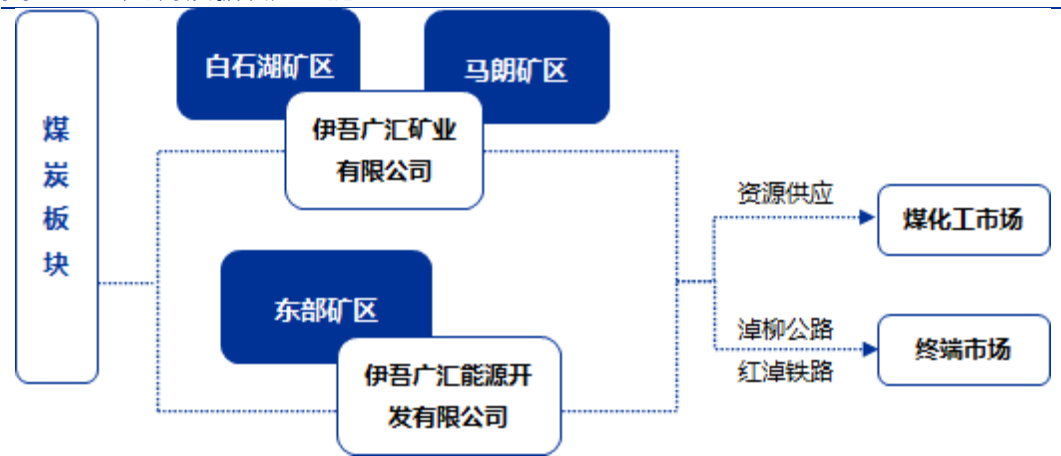
疆煤开发中吐哈区占有重要地位：“十四五”期间新增批复矿井和规划储备产能均超过新疆地区的 50%；现有在产煤矿产能 6760 万吨/年，占新疆在产煤矿总产能的 28.14%；

“十四五”新增批复矿井产能 8600 万吨/年，占新疆新增批复矿井总产能的 52.38%；“十四五”规划储备产能 4940 万吨/年，占新疆储备煤矿项目的 59.02%。

2.2 公司煤炭资源丰富，新增产能高速增长

公司煤炭资源地处哈密，储量丰富、禀赋优异。公司煤炭资源总量约 65.97 亿吨，可采储量达 60.03 亿吨，主要分布在新疆哈密淖毛湖矿区，包括白石湖煤矿、马朗煤矿、东部煤矿。公司主要煤种为长焰煤和不粘煤，属单一中厚近水平煤层，开采条件优越，具有固定碳含量高、产气量高、热值高、内含水 and 含氧量低的特点，属于高质量的气化原料煤和动力煤。

图 12：公司煤炭板块产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

保供政策加持下，公司煤炭增产潜力巨大。白石湖矿区为公司目前唯一在产矿井，2020 年核定产能 800 万吨，2021 年因新疆十四五规划而核增产能至 2000 万吨。2021 年底，白石湖露天矿被纳入国家发改委保供煤矿，产能进一步核增至 2500 万吨。截至 2022 年底，白石湖矿区产能约 3000 万吨，实际产量约 3500 万吨。预计后续随着马朗矿区和东部矿区的投产，“十四五”期间公司煤炭总产能将增长至 8500 万吨。

表 3：公司矿区煤炭资源储备概况

主要矿区	煤矿	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (吨)	热值 (千卡/千克)	产能目标 (万吨/年)
白石湖矿区	白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	9.69	9.69	5000-5500	3500
	白石湖露天煤矿		8.04	7.22		
马朗矿区	马朗露天勘查区	长焰煤	7.21	5.06	6000 以上	3000
	马朗一号井田		10.88	7.92		
东部矿区	东部勘查区	长焰煤-不粘	29.53	29.53	5000-5500	2000
	农场煤矿东部勘查区	煤	0.62	0.60		
合计			65.97	60.03		8500

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司的煤炭销售采取直销模式，销售市场主要集中在哈密淖毛湖周边（客户为矿区周边兰炭厂）、兰州河西走廊一带（客户为当地发电厂和钢铁厂）和云贵川地区（客户为当地钢铁厂）。其中淖毛湖周边市场较小，2022 年市场销售占比约 20%，疆外市场中甘肃市场销售占 60%，云贵川占比约 20%。

当前甘肃、云贵川等地区煤炭供给缺口较大，外调煤炭需求稳中有升，为公司后续煤炭市场销售打开成长空间。甘肃市场需求较为稳定，2018-2020 年净调入量维持在 3100 万吨以上；而云贵川地区近年来煤炭供需缺口持续扩大，净调入量从 2016 年 1751 万吨增长至 2020 年 6041 万吨，对外省煤炭依赖度持续提升。

图 13：甘肃省煤炭净调入量（万吨）

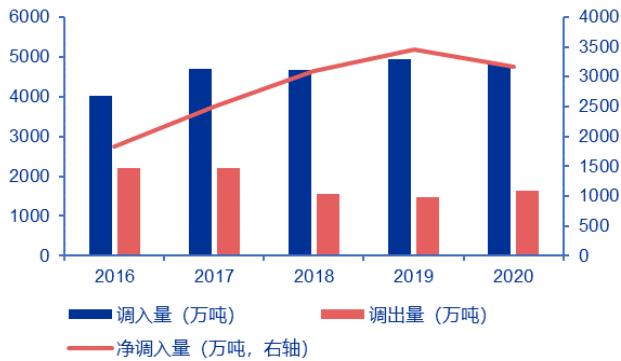
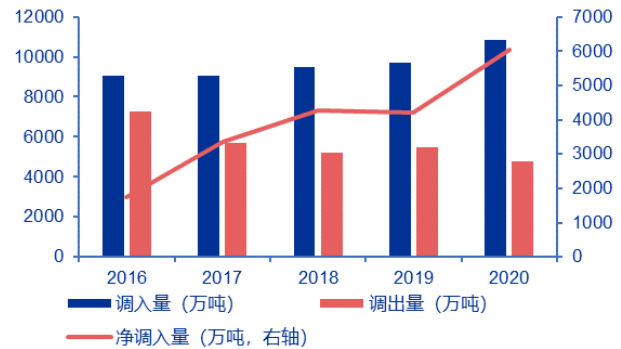


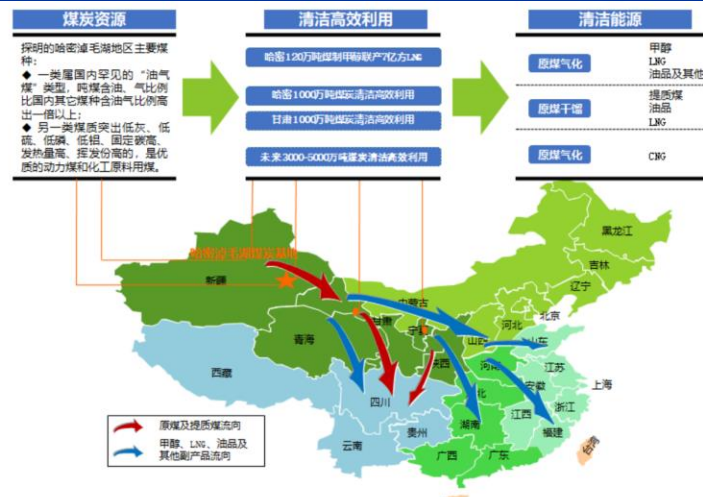
图 14：云贵川三地煤炭净调入量（万吨）



资料来源：甘肃统计局，申万宏源研究

资料来源：云南、贵州、四川统计局，申万宏源研究

图 15：公司煤炭市场布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 将淖红铁路协同改变供应格局，降本增效彰显运输优势

公司采用公路和铁路相结合的运输方式，保障煤炭销运。公司煤炭基地位于新疆“东大门”哈密地区，在疆内具有相对区位优势，但仍然面临距离煤炭消费终端市场较远，运输成本高等问题。为了降低运输成本，解决煤炭外运难题，公司自建淖柳矿用公路和红淖铁路，采用公路和铁路相结合的方式进行煤炭运输。在红淖铁路开通之前，煤炭外运主要通过淖柳公路。

淖柳公路起于哈密淖毛湖，终于甘肃柳沟，全长 409 公里，2010 年 9 月正式通车，运力 3000 万吨以上，打通了淖毛湖煤矿连接甘肃河西煤炭市场的通道，使淖毛湖煤矿大规模开发步入实质性阶段。

与公路运输相比，铁路运输具有运距长、运量大等特点，是实现疆煤外运的主要运输方式。公司建设的红淖铁路（新疆红柳河-淖毛湖）是国家铁路路网规划中“北翼通道”的重要组成部分，也是疆内资源实现外运的重要通道。当地货物从这里出发，分别与兰新铁路和哈临铁路相连，进而到达河西走廊、川渝、内蒙及京津冀等地区，是连接南北翼运输通道的重要纽带，有助于推进“疆煤东运”，促进资源优势转化为经济优势。红淖铁路于2019年1月开通试运营，2020年11月投产转固，铁路全长435.6公里，初期年运力3950万吨，远期有望达1.5亿吨。

转让铁路股权，优化业务结构。2022年5月31日，广汇能源发布公告将所持有的新疆红淖三铁路有限公司92.7708%的股权全部以现金方式转让给控股子公司广汇物流，采用收益法评估后股权评估值45.02亿元，评估增值5.58亿元，增值率14.15%，最终交易对价41.76亿元。

广汇能源作为业绩承诺方承诺铁路公司2022年度、2023年度和2024年度扣非净利润不低于1.59亿元、3.51亿元和4.96亿元。本次交易旨在聚焦主营业务，进而优化主营业务结构，提升盈利能力，与公司2021-2025向绿色能源方向战略转型目标相协同，也有助于消除公司与广汇物流之间潜在的同业竞争问题。

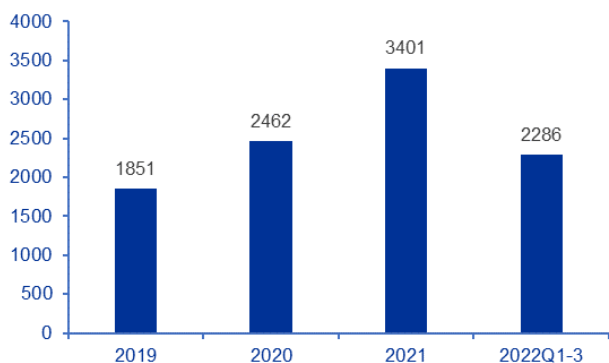
图 16：红淖铁路示意图



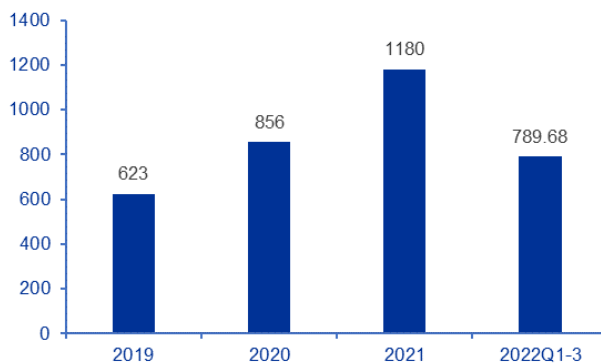
资料来源：公司公告，申万宏源研究

将-淖-红铁路协同发展，外运优势凸显。2022年10月，红淖铁路股权转让交易交割完成，广汇能源控股子公司广汇物流拥有红淖铁路控制权。同时，广汇物流2020年6月参股建设的将淖铁路（持股比例18.92%）将于2023年第三季度完工并投入运营。

将淖铁路全长431.67公里，设计初期运能2200万吨，远期运能7000万吨。线路东端自红淖铁路白石湖南站引出，沿天山北麓向西，经巴里坤县、木垒县、奇台县三县北部地区，西端与乌将铁路相接，连通兰新铁路、额哈铁路，形成出疆北部新通道。**将淖铁路建成后，将-淖-红铁路将协同发展，缩短煤炭运输距离和时间，显著提升公司货运量，改变区域煤炭供应格局，凸显疆煤外运优势。**

图 17：红淖铁路投运以来装车列数（列）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司经红淖铁路发运量（万吨/年）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司拟建设四川广元物流基地，进一步保障疆煤入川。2022 年 7 月，广汇能源控股股东广汇集团与四川广元市政府、四川广元经开区管委会共同签署了《广汇四川广元综合物流基地项目投资合作协议》，就新建广汇四川广元综合物流基地项目达成战略合作。

根据规划，该项目计划分两期建设，一期计划于 2024 年 12 月底前建成投运，煤炭运营能力计划不低于 1000 万吨。二期计划 2027 年 6 月底前建成投运，预计实现煤炭运营能力 2000~3000 万吨，项目建成后将进一步提升公司物流和储运优势。

2.4 产量高增提供业绩弹性，成本优势铸就护城河

保供政策下公司煤炭产能持续释放，产销量进入高速增长期。2021 年公司实现煤炭产量 1395.35 万吨，同比增长 53.01%，22 年 1-9 月实现产量 1701.74 万吨，同比增长 81.79%；2021 年公司实现煤炭销量 1994.91 万吨，同比增长 91.19%，22 年 1-9 月实现煤炭销量 1918.79 万吨，同比增长 36.64%。

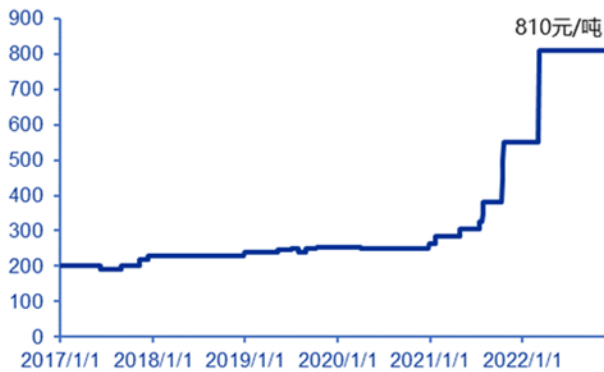
图 19：公司煤炭产量（不含自用煤）(万吨)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

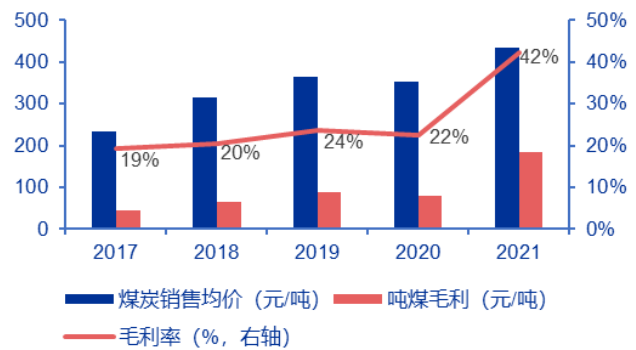
图 20：公司煤炭销量（不含自用煤）(万吨)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2021 年以来行业高景气下煤价明显上涨，公司煤炭板块业绩大幅增长。以新疆哈密地区 6000 大卡动力煤坑口均价为例，2020、2021、2022 年均价分别约为 251 元/吨、369 元/吨，769 元/吨，2021 年和 2022 年同比分别增加 47%和 108%。煤价上涨驱动叠加销量上升，2021 年公司煤炭板块实现营收 86 亿元，同比增长 136%，实现毛利 36 亿元，同比增长 345%。2022 年，根据公司业绩预增公告，预计销量同比增加 36%，全年煤炭销量约 2718 万吨。

图 21：新疆哈密 6000K 动力煤价格（元/吨）


资料来源：CCTD，申万宏源研究

图 22：公司煤炭板块销售均价、毛利率及吨煤毛利


资料来源：公司公告，申万宏源研究

预计未来国内煤炭供给情况仍然趋紧，煤价将高位震荡，同时公司新投产煤矿产能稳定释放，将大幅增加利润弹性。

公司马朗煤矿预期将于 2023 年顺利投产，带来煤炭产量增量约 3000 万吨，预计全年煤炭总产量（含自用）将从 3500 万吨提升至 6500 万吨，销量从 2718 万吨提升至 5600 万吨；同时马朗矿区出产煤炭平均热值高达 6000 大卡/kg，较白石湖矿区煤炭平均热值高出 1000 大卡/kg，较高的热值将使其单位售价高出白石湖矿区大约 200 元/吨，受益于此，单位毛利也将有所上升。

经测算，假设 2023 年公司煤炭售价维持在提质煤 858 元/吨、原煤 659 元/吨水平，同时预计 2023 年公司煤炭总销量 5600 万吨，其中提质煤 425 万吨、原煤 5174 万吨，中性情况下，**预计 2023 年煤炭板块将带来税后净利润 101.15 亿元。**

表 4：煤炭板块利润弹性测算

	2022E		2023E			
预期煤价涨跌（元/吨）	-50	-20	0	20	50	
原煤价格（元/吨）	659	609	639	659	679	709
提质煤价格（元/吨）	858	808	838	858	878	908
煤炭综合售价（元/吨）	688	624	654	674	694	724
测算净利润（亿元）	44.50	76.37	91.24	101.15	111.06	125.93

资料来源：公司公告，申万宏源研究

即便后续悲观情况下，国内煤炭供需矛盾得到一定程度缓解，考虑到公司煤炭的成本优势，在疆外市场有较强的价格竞争力，预期也不会影响公司煤炭外销。

煤炭外运总成本主要由开采成本与运输成本两部分组成。公司煤矿属于优质露天煤矿，开采完全成本约 130 元/吨，远低于陕蒙地区 260-320 元/吨水平，开采成本优势显著。但由于地处新疆位置偏远，运输成本较高，以往对于疆煤外运形成较大制约，不过通过将淖红铁路的协同，公司煤炭出疆运费明显下降，成功打破疆煤外运瓶颈。

经测算，以 5500 大卡动力煤为例，目前公司煤炭在甘肃和四川市场的总成本分别约为 402 元/吨和 492 元/吨，较陕煤地区煤炭已经有总成本优势；而在宁夏市场的总成本约为 401 元/吨，仅略高于陕西地区煤炭。因此，总体上看在西部地区煤炭市场已经具备较强的成本优势。

表 5：不同区域煤炭销售总成本测算表

销售区域	煤炭产地	运距 (km)	运费 (元/吨)	开采成本 (元/吨)	总成本 (元/吨)
甘肃兰州	新疆淖毛湖	1604	272	130	402
	内蒙古鄂尔多斯	934	168	260	428
四川广元	新疆淖毛湖	2149	362	130	492
	陕西榆林	1026	185	320	505
宁夏银川	新疆淖毛湖	1304	271	130	401
	陕西榆林	416	75	320	395
	内蒙古鄂尔多斯	422	76	260	336

资料来源：公司公告，煤炭市场网，申万宏源研究

极端悲观情况下，假设国内环渤海港口煤价从当前约 1200 元/吨大幅下跌至 500-700 元/吨低位水平，我们测算下公司煤炭外运仍然具备经济性。其中在甘肃和宁夏市场，港口煤价跌至 600 元/吨时，公司煤炭总成本仍低于当地售价；在四川市场，港口煤价跌至 500 元/吨时，公司煤炭销售仍有明显利润。

表 6：港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨)

秦皇岛港煤价	1200	900	800	700	600	500
甘肃	702	516	474	426	418	372
四川	1161	880	794	732	723	581
宁夏	892	900	790	493	470	343

资料来源：煤炭市场网，申万宏源研究

综上所述，公司煤炭在西部市场具有显著成本优势，这一方面赋予了公司煤炭板块高盈利弹性，另一方面也有力保障了后续新增产能在疆外市场的扩展和销售，长期来看有助于公司煤炭业绩的持续释放。

3. LNG 自产+贸易并举，构筑天然气核心竞争力

3.1 天然气业务稳步扩张，业绩再破新高

公司于 2002 年 6 月开始涉足液化天然气领域，于 2004 年 9 月正式投产天然气项目。2009 年，公司完成对哈萨克斯坦 TBM 公司 49% 的股权收购，正式介入石油和天然气上游开发领域。近十年来，随着吉木乃 LNG 工厂、哈密新能源工厂、启东 LNG 接收站等项目陆续投产，公司天然气业务发展迅速。

图 23：天然气板块产业链示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

按照天然气获取方式划分，公司天然气板块业务主要包括生产和贸易两部分。其中，LNG 生产包括利用自有油气田开采和利用自有煤炭通过煤化工生产两种方式。自产气主要来自吉木乃工厂和哈密新能源工厂，对应项目分别是吉木乃 5 亿方/年的液化天然气项目和哈密新能源 7 亿方/年的煤制 LNG 项目，合计产能达 12 亿方/年。

其中，吉木乃 LNG 工厂气源来自公司控股的 TBM 公司所拥有的斋桑油气田，利用天然气进行深冷处理的方式产出 LNG 产品。哈密新能源工厂则以淖毛湖矿区自有煤炭为原料，经碎煤气化加压使煤转化为天然气，再通过液化处理形成煤制 LNG 产品。这些煤制 LNG 的原料为公司自有矿区开采的煤炭，具有成本低、供应稳定的优势。

贸易气方面，公司是国内最早从事 LNG 进口的民营企业之一，2017 年 6 月开启 LNG 全球贸易业务，主要通过启东 LNG 接收站引进国外 LNG 资源至国内销售，通过贸易价差实现利润。

表 7：天然气板块产能情况

项目	所属公司	所在地	气源	产能
吉木乃 LNG 生产工厂	新疆吉木乃广汇液化天然气发展有限责任公司	新疆	哈萨克斯坦斋桑油田	5 亿方/年(约 36 万吨)
哈密新能源工厂	新疆广汇新能源有限公司	新疆	淖毛湖矿区	7 亿方/年(约 50 万吨)
启东 LNG 接收站	广能源综合物流发展有限责任公司	江苏	国际贸易进口	500 万吨/年(周转能力)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

总体来看，近年天然气板块蓬勃发展，营收再度大幅突破。2016 年以来，公司天然气销量稳步增长，并带动营收逐年攀升，从 16 年的 22.07 亿元增长到 21 年的 118.57 亿

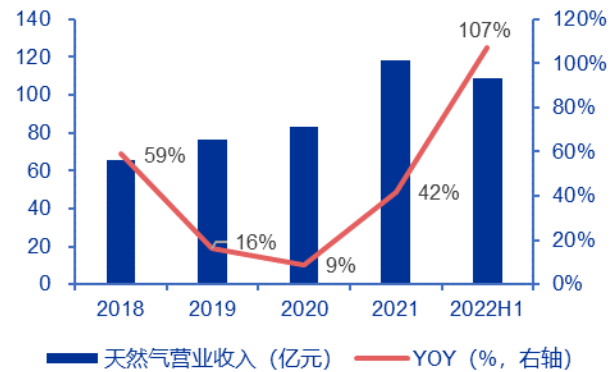
元，2016-2021 年 CAGR 高达 39.97%。2022 年上半年，公司天然气板块实现营业收入 108.52 亿元，同比增长 106.85%。

图 24：公司天然气销量稳步增长（亿方）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：公司天然气营收逐年攀升（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 “2+3” 模式灵活创收，启东站扩建释放产能

启东 LNG 接收站项目是公司在天然气板块的重要布局点，开创了“2+3”的灵活运营模式。“2+3”指液进液出和液进气出等两种输气途径，以及境内贸易、接卸服务和国际贸易等三种盈利模式。一方面，公司通过外购 LNG 销往境内或转口销售境外获取贸易利差；另一方面，接收站码头也能够获取接卸和仓储服务的稳定收益。

LNG 接收站逐步扩建，周转能力持续扩张。启东 LNG 接收站一期和二期项目分别于 2017 年和 2018 年投产运行，设计周转量分别为 60 万/年和 115 万吨/年。2020 年三期项目投产运行后，设计周转量提升至 300 万吨/年。2022 年 10 月，四期 5#20 万方储罐项目进入试运营阶段，设计周转能力高达 500 万吨/年，待全部规划项目完成，预计周转能力到 2025 年将提升至 1000 万吨/年，较 2021 年底涨幅约 233%。

表 8：启东 LNG 接收站项目建设与产能规划

项目	投产时间	建设项目	设计周转能力（万吨/年）
一期	2017 年 6 月	2*5 万方 LNG 储罐	60
二期	2018 年 11 月	3*16 万方 LNG 储罐	115
三期	2020 年 6 月	4*16 万方 LNG 储罐	300
四期	2022 年 10 月	5*20 万方 LNG 储罐	500
五期	预计 2025 年	2*20 万方 LNG 储罐	1000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

境内贸易方面，启通线入网带来增量需求，预计“液进气出”周转需求提升。2018 年，子公司广汇综合物流与华电江苏公司、天生港发电公司等五方签订《启通天然气管线项目投资协议书》，共同投资建设启通天然气管线项目。

该项目属于广汇能源 LNG 接收站规划外输管线的一部分，全长 160km，主线线路总体呈东南走向，设计运量 40 亿方/年，已于 2020 年 12 月投入试运行。启通线现已完成与中石油西气东输南通站的互联互通，未来还将与江苏省重点推动的沿海管线相连接，届时可通过沿海管线、启通天然气管道向苏南市场供气，预计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。

加强多方优势整合，输气协议保障运输。公司与南通天生港发电公司等多家公司达成多项协议，供给规模合计达 30.5 亿方/年，此后又与中石化签署为期五年的《合作框架协议》，协议暂定 2021 年合作天然气量合计 12 亿方，未来合作天然气气量将逐年增至 25 亿方，达到启通天然气管线设计输气能力的 62.5%。

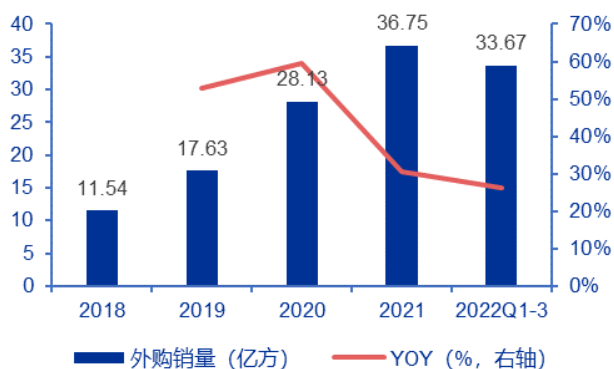
表 9：启通线市场落实情况相关协议

合作单位	项目名称	供气规模(亿方/年)
南通天生港发电有限公司	燃机热电联产项目	10.5
华电江苏能源有限公司	通州湾天然气分布式能源项目	5
丹徒区政府、中国能源建设集团投资有限公司	镇江宏顺煤改气燃机项目	5
中国石油西气东输管道公司	天然气代输项目	10
合计		30.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

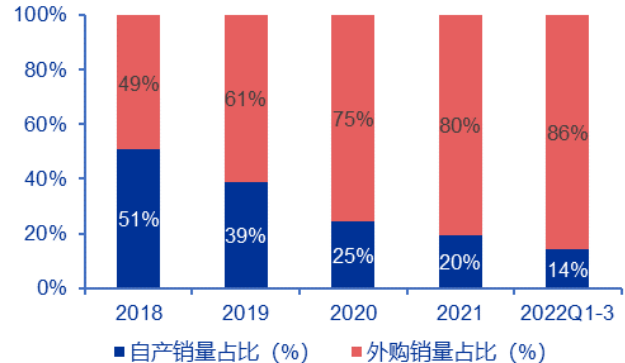
因此，公司启东接收站周转能力扩张与订单增长相互匹配，受益于此，近年其天然气贸易规模逐年增长。2021 年，公司外购 LNG 销量从 2018 年的 11.54 亿方快速增长至 36.75 亿方，期间 CAGR 高达 47.12%。随着外购气销量快速增加，公司外购气销量占比逐年提高，由 2018 年的 49% 提升至 2021 年的 80%，公司天然气板块发展模式实现由“天然气生产供应”到“天然气贸易供应”的转型。

图 26：公司外购 LNG 销量及增速（亿方）（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：自产销量与外购销量占比（%）

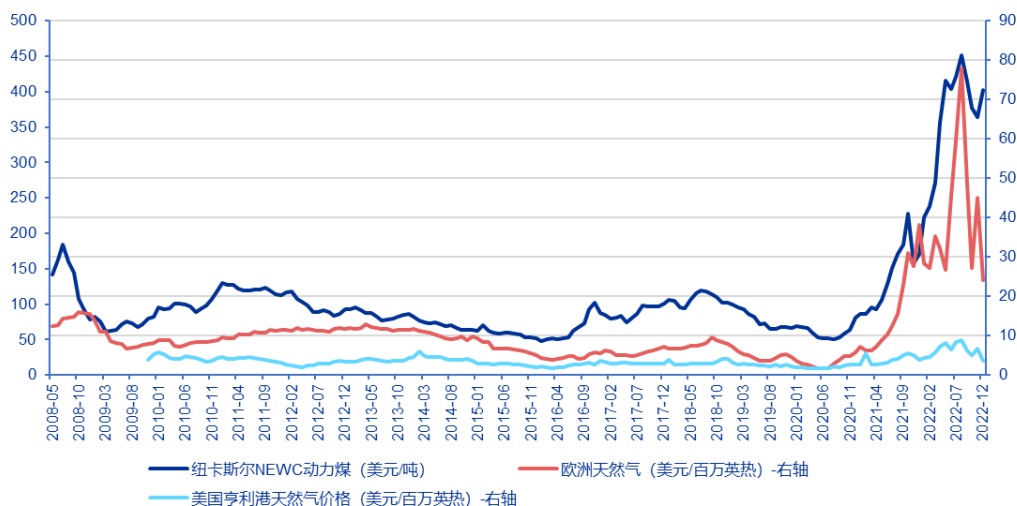


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 全球气价维持高位，国际转售增厚盈利

全球天然气供给偏紧，高景气下价格中枢明显上涨。与煤炭类似，碳中和以及 ESG 政策压制全球天然气行业历史投资，造成近年全球天然气供给较为刚性，但需求呈现稳中有升态势，供给偏紧格局下，2021 年上半年起天然气价格开始持续上行，2022 年俄乌冲突的发生更是进一步激化了供需矛盾。以欧洲天然气价格为例，2022 年 8 月，一度从 2021 年初的 7.27 美元/百万英热涨至 78 美元/百万英热，涨幅高达 973%。

综合预计后续天然气供给趋紧格局难以扭转，价格将维持高位震荡。即便不考虑俄罗斯与欧盟国家的政治关系因素，在北溪管道受到破坏需要维修的情况下，预期俄罗斯对欧洲的管道气供应量短期难以恢复；同时美国天然气供给量受制于其 LNG 出口能力，增量也较为有限。

图 28：2021 年以来国际天然气价格持续上行


资料来源：wind，申万宏源研究

天然气价格的上涨一方面大幅增厚了公司贸易长协气的利润，另一方面也使得公司的低成本自产气盈利提升。

公司外购的天然气贸易主要可以分为两类，一是采购价格相对固定的长协气，其成本相对较低，在天然气价格上涨时期利润大幅增长，盈利弹性较高；另一类贸易气成本随当期天然气售价变化，因而难以通过贸易实现套利，更多是通过收取港口接驳和仓储费用实现固定收益。

长协气源成本优势凸显，海外转售大幅增厚利润空间。2019 年 4 月，公司子公司广汇国际天然气贸易公司与全球第四大石油天然气公司道达尔签订了为期十年的《LNG 购销协议》，协议约定道达尔以长期合同和现货销售的方式向公司供应液化天然气，供货量约 70 万吨/年。由于该长协条款签订于 2019 年，正值国际油气市场低迷时期，故协议的 LNG 采购成本较低，在当前高气价背景下成为公司重要盈利增长点。

经测算，预计此部分低成本长协气 2022 年销售均价约 10374 元/吨，对应毛利约 41 亿元；中性情况下，假设 2023 年销售均价小幅回落至 9828 元/吨，同时销量有所上升，预计 2023 年将贡献毛利润约 42 亿元。

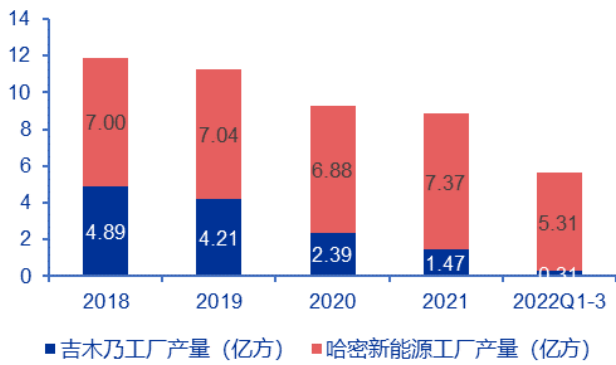
表 10：长协气盈利弹性测算

年份	2022E		2023E		
预测价格变化 (元/吨)	-500	-200	0	200	500
销售均价 (元/吨)	10374	9328	9628	9828	10028
测算毛利 (亿元)	40.91	38.19	40.57	42.16	43.74

资料来源：公司公告，申万宏源研究

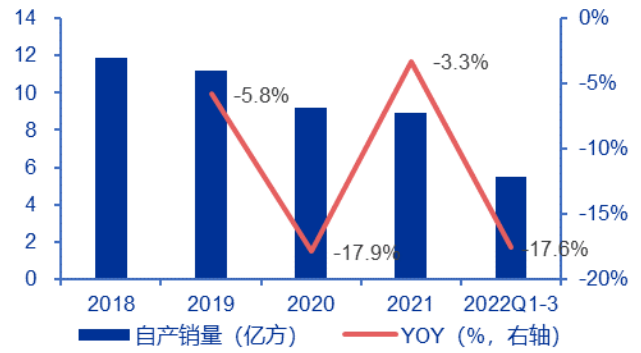
公司自产气近年产销量有小幅下滑，生产来源于哈密新能源及吉木乃工厂，其利润划归在煤化工板块。分基地来看，哈密新能源工厂的煤制 LNG 产量维持在 7 亿方左右；而吉木乃 LNG 工厂的产量受哈国电力故障检修、项目设备检修及上游供气量减少等因素影响持续下滑。综合来看，2021 年公司自产 LNG 产量为 8.84 亿方，同比下降 4.71%；2022 年前三季度产量为 5.62 亿方，同比下降 14.93%。

图 29：公司自产 LNG 产量（亿方）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：公司自产 LNG 销量及增速（亿方）（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

自产气生产成本低，高景气时期利润弹性较大。假设 2022 年自产气产量小幅回落至 8.13 亿方（折 58 万吨），产销比为 100%，则自产气销量为 58 万吨，预计售价为 5895 元/吨，测算 22 年毛利约 17.93 亿元。假设 23 年销量维持不变，中性情况下自产气价格小幅上涨至 5730 元/吨，预计 2023 年自产气贡献毛利约 17.16 亿元。

表 11：自产 LNG 盈利弹性测算

年份	2022E			2023E		
预测价格变化（元/吨）	-200	-100	0	100	200	
LNG 价格（元/吨）	5713	5530	5630	5730	5830	5930
测算毛利（亿元）	17.93	15.99	16.57	17.16	17.74	18.33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

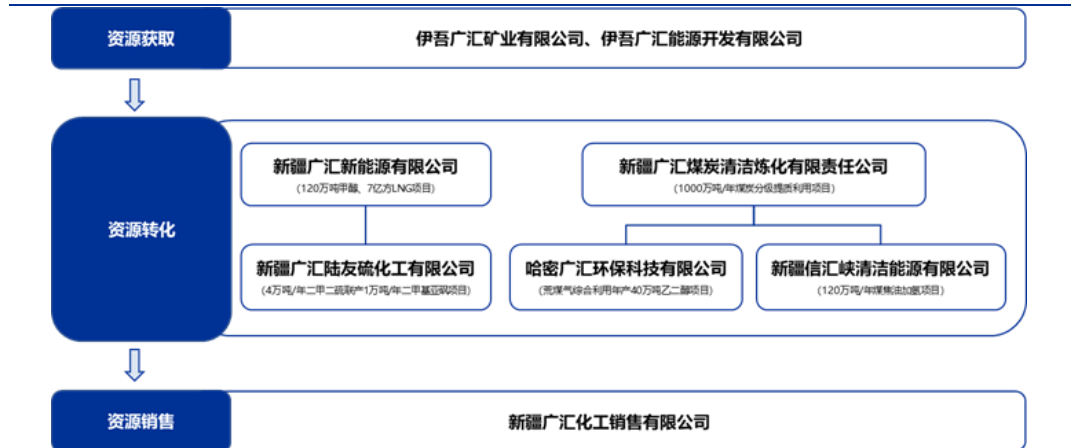
码头租赁接卸收取固定服务费用，增厚公司收益。码头建设与运营依托广汇综合物流发展有限公司，按照一、四旺季收取 650 元/吨，二、三淡季 550 元/吨的标准收取接卸费用。预计 2022 年租卸量约 116 万吨，对应净利润约 3.5 亿元；随着后续启动接收站周转能力的持续提升，预计租卸规模将持续增长，未来此部分收益有望成为公司天然气板块稳定的利润来源。

4. 煤化工成本优势凸显，利润贡献稳定

4.1 深度布局现代煤化工，油价上涨驱动景气回升

公司致力于现代煤化工建设，基于煤炭开采业务推动产业价值链延伸。公司目前煤化工主要的产品是甲醇、提质煤、煤焦油以及煤化工副产品，生产原料为淖毛湖矿区自产煤炭，供应稳定，成本优势显著。

图 31：广汇能源煤化工板块运营主体及主要项目



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司煤化工产品种类丰富，主要项目包括：

(1) 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目：项目以煤炭为原料，主装置采用了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 和硫化氢（副产品）。该项目 2013 年投产转固，后续甲醇产量逐步增加，至 2016 年达产。

(2) 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目：根据工艺设计，该项目共分为三个系列，其中炭化二系列、一系列和三系列装置分别于 2018 年 6 月、2018 年 12 月和 2019 年 11 月投产转固。以公司白石湖露天煤矿自产的煤炭产品作为原料，主要生产工艺是对块煤进行分级提质、综合利用，建立“煤-化-油”的生产模式，即块煤经过干馏生产提质煤和煤焦油。其副产荒煤气一是用作信汇峡公司头肩的煤焦油加氢项目的制氢气源；二是用作环保科技有限公司“荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目”生产乙二醇，实现资源综合利用。

(3) 荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目：该项目是分级提质利用项目的产业链延伸项目，于 2022 年 6 月投产转固，主要以清洁炼化公司副产的荒煤气为原料，生产乙二醇产品。

(4) 4 万吨/年二甲基二硫（DMDS）联产 1 万吨/年二甲基亚砜（DMSO）项目：该项目于 2020 年 12 月投产转固，采用国内首创的甲硫醇硫化法生产二甲基二硫（DMDS）联产二甲基亚砜（DMSO），主要以公司哈密煤化工工厂供应的甲醇、尾气硫化氢等为原料，产出二甲基二硫（DMDS）和二甲基亚砜（DMSO）产品。

(5) 120万吨/年煤焦油加氢项目(一期60万吨/年): 该项目2020年1月投入试运行, 属于煤炭分级提质利用项目的产业链延伸项目。加氢装置以煤焦油及氢气为原料, 生产液化气、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。

表 12 : 公司煤化工项目建设与产能规划

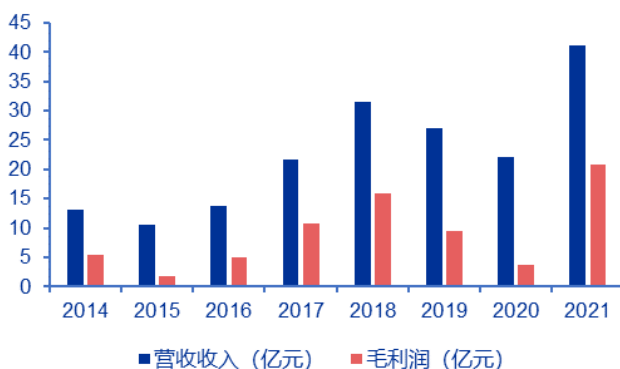
实施主体	权益比例	产品名称	设计产能(万吨/年)	权益产能(万吨/年)	备注	投产时间
新疆广汇新能源有限公司	99%	甲醇	120	118.8	已投产	2013
		煤制 LNG	50	49.5	已投产	
		副产品	21	20.8	已投产	
新疆广汇煤炭清洁炼化有限责任公司	100%	提质煤	510	510.0	已投产	2018-2019
		煤基油	100	100.0	已投产	
新疆广汇陆友硫化工有限公司	65%	二甲基二硫	4	2.6	已投产	2020
		二甲基亚砷	1	0.7	已投产	
哈密广汇环保科技有限公司	95%	乙二醇	40	38.0	已投产	2022
新疆信汇峡清洁能源有限公司	34%	煤焦油加氢	120	40.8	一期 60 万吨已投产	2020

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

煤化工板块毛利率与油价关联性强, 营收及毛利随油价呈周期性波动。公司煤化工业务生产采用自产煤炭, 成本端较为固定, 但产品价格受油价影响大, 导致毛利率随油价波动较为剧烈。

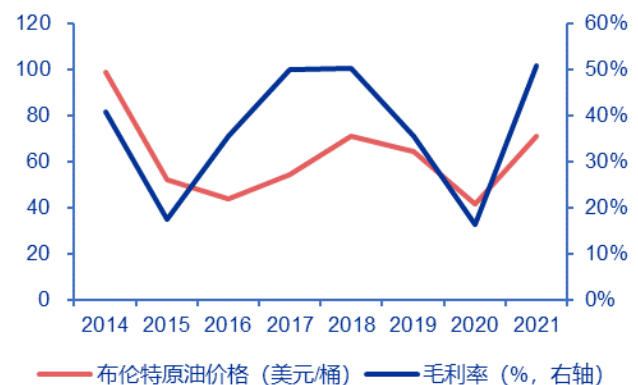
2019-2020 年, 原油价格下跌背景下化工品价格持续走低, 公司煤化工板块营收和毛利随之下滑。2021 年以来, 受需求端修复以及地缘政治影响下国际能源供应紧张等因素, 原油价格迎来高景气时代, 公司盈利大幅提升, 全年煤化工业务实现营收和毛利 41.08 亿元、20.91 亿元, 同比分别增长 85.71%、472.88%。

图 32 : 公司煤化工板块营收及毛利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 33 : 煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强



资料来源: 公司公告, wind, 申万宏源研究

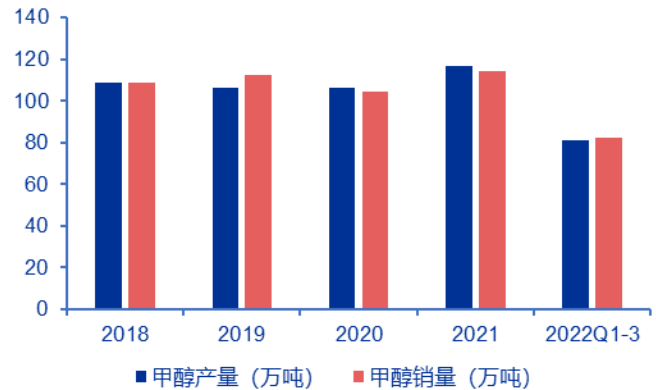
4.2 产品价格有望维持高位, 低成本带来稳定业绩支撑

综合来看, 公司煤化工产品包括甲醇、煤焦油及其他副产物产销基本稳定, 当前高价支撑下价格预计将维持高位, 同时生产成本相对较低, 预计将对业绩形成稳定支撑。

甲醇产销量保持稳定，预计价格高位延续。公司近年甲醇产销量变化不大，2021 年实现产量 116.5 万吨、销量 114.42 万吨，同比分别增长 9.51% 和 9.24%。同时价格方面，石油、天然气等能源价格上涨推高甲醇价格，2021 年以来冲高后震荡回落，整体仍居于相对高位，2022 年新疆地区甲醇市场均价约 2069 元/吨，同比增长 7.6%。

图 34：国内新疆地区甲醇市场价（元/吨）


资料来源：Wind，申万宏源研究

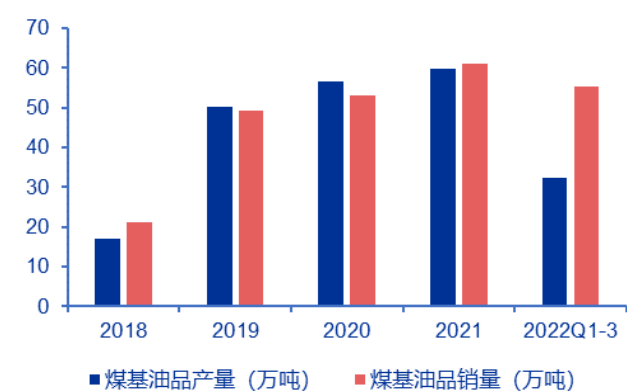
图 35：公司甲醇产品销量和产量(万吨)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

煤基油品方面，公司煤基油品产销量稳步增长，2021 年产量和销量分别为 59.91 万吨和 61.05 万吨，同比分别增长 5.61% 和 14.71%。后续随着煤炭分级提质清洁利用项目负荷提升，预计公司煤基油品产销量仍有上升空间。同时，公司煤基油品以中低温煤焦油为主，中温煤焦油与原油价格走势基本一致，2022 年国际油价及煤炭价格中枢大幅上移，成本对煤焦油价格支撑明显。

图 36：新疆煤焦油市场价


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：公司煤基油品销量和产量（万吨）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

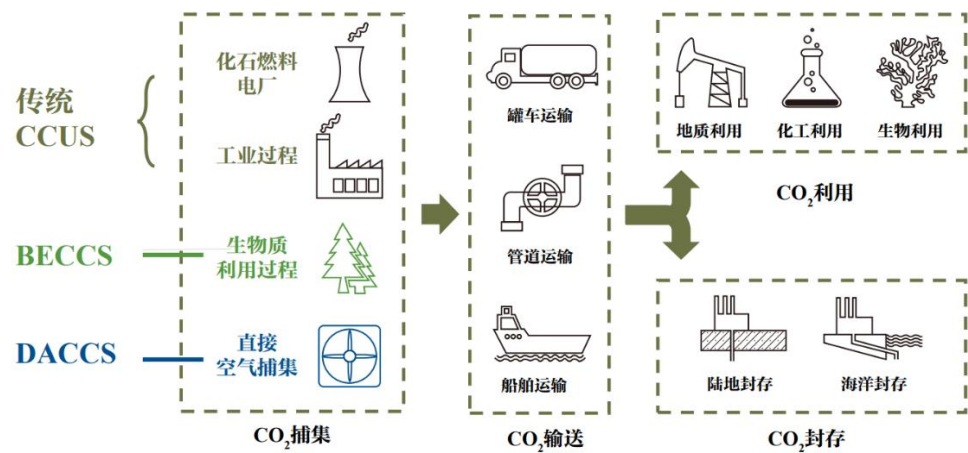
公司依托 1000 万吨/年煤炭分级提质综合利用项目的副产品荒煤气作为原料制乙二醇，由于原料煤自产，故成本相对较低。根据《广汇能源可转换公司债券反馈意见回复》，公司乙二醇生产成本为 1533 元/吨，完全成本为 2357 元/吨，远低于行业煤制乙二醇成本 3750-3950 元/吨水平，成本竞争优势明显，有望为公司带来新的盈利点。

5. 布局 CCUS 和氢能，助力绿色能源转型

5.1 CCUS 及驱油项目稳步推进，成本优势明显

根据“双碳”目标，二氧化碳捕集利用及封存（CCUS）减排需求空间巨大。自 2015 年国际社会达成气候变化《巴黎协定》以来，世界各国陆续制定碳中和目标行动方案，我国也在 2020 年明确提出 2030 年“碳达峰”与 2060 年“碳中和”目标。各国碳中和方案的提出为碳中和技术发展提供了有利契机。

图 38：CCUS 技术环节



资料来源：《中国二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)年度报告(2021)》，申万宏源研究

目前二氧化碳减排主要有三种途径，一是提高能源利用效率，二是开发清洁能源，三是进行二氧化碳捕集利用及封存即 CCUS。CCUS 是指把 CO₂ 从工业或相关能源的排放源中捕集分离出来，直接加以利用或注入地层以实现二氧化碳永久减排的过程。

据我国生态环境部预测，2030 年、2050 年、2060 年我国减排需求潜力分别为 0.2-4.08 亿吨、6-14.5 亿吨、10-18.2 亿吨二氧化碳/年。分行业来看，煤电行业二氧化碳减排需求潜力最大，预计 2030 年减排需求潜力 0.2 亿吨/年，2060 年增至 2-5 亿吨/年。

表 13：各行业 CCUS 二氧化碳减排需求潜力（亿吨 / 年）

年份	2025E	2030E	2035E	2040E	2050E	2060E
煤电	0.06	0.2	0.5-1	2-5	2-5	2-5
气电	0.01	0.05	0.2-1	0.2-1	0.2-1	0.2-1
钢铁	0.01	0.02-0.05	0.1-0.2	0.2-0.3	0.5-0.7	0.9-1.1
水泥	0.001-0.17	0.1-1.52	0.2-0.8	0.3-1.5	0.8-1.8	1.9-2.1
BECCS	0.005	0.01	0.18	0.8-1	2-5	3-6
DACCS	0	0	0.01	0.15	0.5-1	2-3
石化和化工	0.05	0.5	0.3	0	0	0
全行业	0.09-0.3	0.2-4.08	1.19-8.5	3.7-13	6-14.5	10-18.2

资料来源：《中国二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)年度报告(2021)》，申万宏源研究

基于“绿色革命”为主题的第二次战略转型升级目标，公司引入国内领先的 CCUS 应用技术，拟整体规划建设 300 万吨/年二氧化碳捕集、管输及驱油一体化项目，采用分期建设。

目前首期 10 万吨/年 CCUS 项目已于 2022 年 3 月开工建设，预计将于 2023 年投产。首期主要布局具有高纯度二氧化碳的吐哈油田，并以此为中心向新疆地区其他油田辐射，在新疆地区大力推广二氧化碳驱油技术，预计采收率可提升 10-30%，在实现二氧化碳减排目标的同时，不断增加油田采收。

公司发展 CCUS 项目在碳源、工艺、运输、初始投入等方面具有明显成本优势。碳源方面，该项目拟采用子公司广汇新能源的低温甲醇洗排放尾气作为原料气，其中 CO₂ 超过 80%，可以简化捕集流程、降低捕集成本；工艺技术方面，采用干法精脱硫、吸附净化与液化精馏组合工艺，在国内外已设计建设多套装置，工艺先进可靠；运输方面，该项目生产的液体 CO₂ 产品拟用于周缘油气田驱油，产品生产地距使用地近，物流运输成本低；项目投资方面，该项目公用工程无需新建，全部依托广汇新能源，故初始投入较低。

5.2 加速氢能产业布局，实现经济、社会效益双提升

氢能是一种清洁无碳、灵活高效、应用场景丰富的二次能源，可实现电、气、热等不同能源形势的互相转化，减排效应十分显著。据国际氢能委员会预测，到 2050 年，氢能将减少 60 亿吨二氧化碳排放，在全球能源消费中所占比重可达 18%，成为全球未来能源战略结构转型的战略方向。

公司发展氢能具有原料供应、生产制造、终端应用等多场景优势：第一，由于新疆有丰富的煤炭、油气、风、光等自然资源，在制氢方面有天然优势。第二，氢的生产、储存、运输、配送和终端使用，与天然气产业链有极高相似度，公司可充分借力现有成熟的天然气全产业链优势，为氢能产业链发展夯实基础。最后，高寒地区锂电性能大幅下降，纯电动汽车优势不在，而传统燃油汽车会造成大量空气污染，因此新疆具备发展氢能及氢能汽车的必要。

表 14：氢能项目规划建设配置内容

氢能规划建设内容		2022-2025 年 E	2026-2030 年 E
建设项目	加氢站	21 座	25 座
	电解水制氢站	198 套 1000Nm ³ /h 制氢装置	339 套 1000Nm ³ /h 制氢装置
	氢燃料重卡	700 辆	865 辆
	风力发电	255 万 kW	245 万 kW
	光伏发电	65 万 kW	60 万 kW
主要用能指标	用电负荷	77.57 亿 kW·h/a	71.38 亿 kW·h/a
	新增氢燃料重卡车	700 辆	865 辆
	新增用氢需求	60632.54t/a	119589t/a
	新增年用水量	109.6 万 m ³ /a	215.04 万 m ³ /a

资料来源：公司公告，申万宏源研究

发布氢能规划，前瞻性转型升级。2022 年 1 月，公司发布《氢能产业链发展战略规划纲要（2022-2030 年）》，将以现有的化工制氢（灰氢）为基础，通过新能源发电—

电解水制氢（绿氢）作为突破口，逐步实现交通用能替代、绿色电力替代和化工用氢替代，将新能源建设规模从 100 万 kW 发展到 625 万 kW，二氧化碳减少量从每年 244.90 万 t 扩展到每年 1530.87 万 t，努力在 2022-2030 年实现向绿色新能源转型发展。

除制氢收益以外，节能减碳预计也将带来一定经济效益。根据公司公告，预计到 2030 年底，氢能产业链综合利用项目每年可减少二氧化碳排放量合计约 1782.63 万吨，仅碳交易业务可增加收益约 8 亿元（根据北京市绿色交易所 2021 年全年碳交易平均每吨 44.89 元/吨计算），预计对公司未来的经营业绩与社会效益均将产生积极的正面影响。

表 15：氢能产业链综合利用项目节能减碳效应（万吨/年）

年度	交通用能替代	绿色电力替代	化工用氢替代	合计
2022E	2.57	244.9	0	247.47
2025E	35.9	780.07	74.85	890.82
2030E	93.53	1530.87	158.23	1782.63

资料来源：公司公告，申万宏源研究

6. 盈利预测与估值

6.1 关键假设

公司立足于“气、煤、油”等能源资源，深耕天然气、煤炭和煤化工三大板块，能源需求偏紧、价格高位下迎来高速增长机遇。我们对公司各板块进行拆分，并做出以下假设：

煤炭业务：公司煤炭资源丰富、运输条件良好，受益于保供政策下疆煤开发和疆煤外运的提速，公司马朗煤矿、东部煤矿预计于“十四五”期间逐步投产，煤炭产销量将持续增长，预计 22-24 年煤炭销量分别为 2718、5600、7178 万吨；

价格方面，预计国内煤炭供给维持偏紧，价格高位震荡，但受原煤销售占比提升影响，预计 22-24 年煤炭综合销售均价分别为 688、675、674 元/吨。

天然气业务：贸易气方面，启东 LNG 接收站在 2022 年的周转能力已达 500 万吨/年，并规划在 2025 年继续提升至 1000 万吨/年，预计公司 22-24 年贸易气销量分别为 370、500、700 万吨；

自产气方面无新增产能计划，预计 22-24 年销量维持平稳，保持 58 万吨不变；价格方面，受国际天然气供给偏紧影响，预计产地 LNG 价格仍处于高位，预计 22-24 年销售均价分别为 5713、5730、5742 元/吨。

煤化工业务：预计公司 22-24 年主要煤化工产品甲醇销量分别为 117、118、119 万吨，同时 23 年景气小幅回落，预计 22-24 年售价分别为 1862、1732、1749 元/吨；22-24 年煤基油产品销量维持 65 万吨水平，售价分别为 2811、2670、2697 元/吨。

表 16：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	2021	2022E	2023E	2024E
自产天然气+启东	2207	4137	6591	7649	8342	11857	30614	37468	47633
煤炭	484	1485	2646	3255	3668	8639	18692	37771	48359
煤化工	1371	2161	3161	2694	2212	4108	9260	9623	9893
其他	133	355	506	444	911	262	209	168	134
营业总收入	4194	8137	12904	14042	15134	24865	58777	85029	106020
销售成本（百万元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
自产天然气+启东	1485	2629	4318	5165	5544	8123	25759	32116	41473
煤炭	460	1200	2108	2483	2849	4990	9728	21502	27007
煤化工	883	1085	1574	1740	1846	2017	4247	4724	4924
其他	69	148	220	201	632	185	148	118	95
营业总成本	2897	5062	8220	9588	10871	15315	39882	58460	73499
销售毛利（百万元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
自产天然气+启东	722	1508	2273	2484	2799	3733	4855	5352	6161
煤炭	24	284	538	772	819	3649	8964	16269	21352
煤化工	488	1076	1587	954	365	2091	5013	4899	4969
其他	63	207	286	243	279	77	62	49	39
营业总毛利	1297	3075	4684	4454	4263	9550	18894	26569	32521

资料来源：公司公告，申万宏源研究

6.2 盈利预测与公司估值

公司全产业链专业化布局能源领域，预计后续新增产能将稳步投产，但考虑到 2022 年国内疫情对需求端的影响，基于相对估值模型，下调公司 2022-2024 年 EPS 预测由 1.86 元、2.6 元、3.57 元至 1.74 元、2.52 和 3.2 元，按 1 月 16 日收盘价计算，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 6 倍、4 倍和 3 倍。

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，恒力石化的化工和炼油业务可比，九丰能源的天然气业务可比，故选择这四家能源行业公司为可比公司。2023-2024 年行业平均估值 PE 分别为 8 倍和 7 倍，公司 2023-2024 年 PE 折价幅度分别为 85%和 105%。给予公司 2023 年 8 倍 PE 目标估值，较现价约 85%的上涨空间。公司兼具高成长和低估值属性，因此强调原有评级，继续给予“**买入**”评级。

表 17：可比公司估值表（元/股，倍）

代码	简称	收盘价					EPS				PE				静态 PB
		2023/1/16	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
601088.SH	中国神华	28.62	2.53	3.77	3.89	3.97	11	8	7	7	1.5				
600188.SH	兖矿能源	35.25	3.34	7.34	7.46	8.25	11	5	5	4	2.2				
600346.SH	恒力石化	16.77	2.21	1.32	2.03	2.64	8	13	8	6	2.1				
605090.SH	九丰能源	21.66	1.40	1.75	2.17	2.55	15	12	10	9	2.1				
	平均						11	9	8	7	2.0				
600256.SH	广汇能源	10.29	0.76	1.74	2.52	3.20	14	6	4	3	2.6				
	估值折价幅度							58%	85%	105%					

资料来源：wind，申万宏源研究（恒力石化、九丰能源采用 wind 一致预期）

7. 风险提示

1. 煤炭下游需求不及预期：受宏观经济下滑影响，煤炭下游存在需求下滑的风险，若保供限价政策持续加码，煤价可能不及预期。
2. LNG 价格不及预期：国际地缘冲突下能源紧缺持续，但存在因天然气价格高企下游需求不及预期，使得 LNG 价格上涨不及预期的风险。
3. 煤矿项目投产进度不及预期：公司白石湖矿区存在扩产计划，马朗、东部矿区未来具备投产规划，若未来投产进度延后，将影响公司煤炭产销量。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,134	24,865	58,777	85,029	106,020
营业收入	15,134	24,865	58,777	85,029	106,020
营业总成本	13,127	18,453	44,784	64,575	79,998
营业成本	10,871	15,315	39,882	58,460	73,499
税金及附加	222	562	1,275	1,684	2,004
销售费用	290	312	764	1,020	1,156
管理费用	525	508	1,117	1,548	1,696
研发费用	168	344	470	714	742
财务费用	1,051	1,412	1,275	1,149	901
其他收益	17	26	15	11	24
投资收益	-117	-55	4	4	4
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-213	-39	0	0	0
信用减值损失	-40	-27	28	0	0
资产减值损失	-10	-223	-38	-1	-3
资产处置收益	0	4	3	3	1
营业利润	1,645	6,098	14,004	20,471	26,049
营业外收支	-67	-114	0	0	0
利润总额	1,578	5,984	14,004	20,471	26,049
所得税	468	1,139	2,660	3,889	4,948
净利润	1,110	4,846	11,344	16,583	21,100
少数股东损益	-226	-158	-63	64	85
归母净利润	1,336	5,003	11,407	16,519	21,015

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,110	4,846	11,344	16,583	21,100
加：折旧摊销减值	1,518	1,989	2,355	2,671	3,013
财务费用	1,023	1,436	1,275	1,149	901
非经营损失	268	17	-7	-7	-5
营运资本变动	536	-2,362	1,028	-2,507	2,684
其它	132	123	0	0	0
经营活动现金流	4,588	6,049	15,995	17,889	27,693
资本开支	3,085	3,404	2,924	2,904	2,509
其它投资现金流	-171	197	-6	-11	-17
投资活动现金流	-3,255	-3,207	-2,930	-2,915	-2,526
吸收投资	19	25	0	0	0
负债净变化	-738	1,317	-4,220	-4,175	165
支付股利、利息	1,099	1,356	3,900	6,054	8,004
其它融资现金流	1,141	-2,947	-175	-222	-212
融资活动现金流	-676	-2,962	-8,295	-10,451	-8,051
净现金流	646	-138	4,771	4,523	17,117

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,878	12,399	18,947	25,312	43,764
现金及等价物	4,401	4,808	9,589	14,127	31,264
应收款项	1,732	5,030	7,157	8,569	9,494
存货净额	1,214	1,851	1,492	1,907	2,297
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	531	709	709	709	709
长期投资	1,193	1,159	1,186	1,186	1,186
固定资产	37,868	38,581	39,164	39,400	38,900

无形资产及其他资产	7,181	7,570	7,570	7,570	7,570
资产总计	54,120	59,709	66,867	73,468	91,420
流动负债	23,384	27,242	25,057	21,481	26,482
短期借款	12,027	14,150	9,132	6,235	7,234
应付款项	8,335	9,111	11,452	11,423	15,375
其它流动负债	3,022	3,981	4,473	3,823	3,873
非流动负债	13,494	11,687	12,310	10,810	9,764
负债合计	36,878	38,929	37,367	32,291	36,246
股本	6,754	6,566	6,566	6,566	6,566
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	584	-110	-110	-110	-110
其他综合收益	85	92	92	92	92
盈余公积	1,387	1,684	2,362	3,343	4,591
未分配利润	7,894	12,600	20,705	31,338	44,002
少数股东权益	446	-152	-215	-151	-66
股东权益	17,243	20,780	29,500	41,177	55,174
负债和股东权益合计	54,120	59,709	66,867	73,468	91,420

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.20	0.76	1.74	2.52	3.20
每股经营现金流	0.70	0.92	2.44	2.72	4.22
每股红利	-	-	0.40	0.75	1.08
每股净资产	2.56	3.19	4.53	6.29	8.41
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	6.1	13.4	30.0	39.8	53.4
ROE	8.0	23.9	38.4	40.0	38.0
毛利率	28.2	38.4	32.1	31.2	30.7
EBITDA Margin	27.3	36.9	30.0	28.6	28.3
EBIT Margin	17.4	29.8	26.0	25.4	25.4
营业总收入同比增长	7.8	64.3	136.4	44.7	24.7
归母净利润同比增长	-16.3	274.4	128.0	44.8	27.2
资产负债率	68.1	65.2	55.9	44.0	39.6
净资产周转率	0.90	1.19	1.98	2.06	1.92
总资产周转率	0.28	0.42	0.88	1.16	1.16
有效税率	27.6	18.9	19.0	19.0	19.0
股息率	-	-	3.9	7.3	10.5
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	50.6	13.5	5.9	4.1	3.2
P/B	4.0	3.2	2.3	1.6	1.2
EV/Sale	5.9	3.6	1.3	0.8	0.5
EV/EBITDA	21.5	9.7	4.5	2.9	1.8
股本	6,754	6,566	6,566	6,566	6,566

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 索取有关披露资料或登录 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@swwhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhy.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。