



公司研究 | 深度报告 | 广汇能源 (600256.SH)

多轮驱动顺周期，破茧成蝶再腾飞

报告要点

广汇能源是目前在国内外同时拥有“煤、油、气”三种资源的企业，随着能源价格底部回升以及同时公司各项业务产能不断释放，业绩持续创造新高。展望未来，公司天然气业务通过将自产气和转口贸易结合，保障整体盈利能力；煤炭业务在煤炭价格高企背景下公司产能大幅扩张，提供未来业绩弹性；煤化工业务在当前高油价下具备竞争性，且公司立足自有煤炭优势打造煤化工一体化；在绿色能源业务公司通过 CCUS 和氢能布局转型。我们看好公司的长期发展，给予“买入”评级。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009



王岭峰

SAC: S0490521080001

广汇能源 (600256.SH)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

多轮驱动顺周期，破茧成蝶再腾飞

煤、油、气全产业链布局，业绩持续创造新高

煤、油、气全产业链布局，业绩持续创造新高。广汇能源是目前在国内外同时拥有“煤、油、气”三种资源的企业，从收入结构来看天然气和煤炭销售是公司最重要的业务。2021年之后，随着能源价格从底部回升，同时公司各项业务的产能不断释放，公司营业收入和利润持续提升。2022Q2 单季度归母净利润预计达到 29 亿元左右，再次刷新单季度新高。

天然气业务：自产和贸易结合，保障盈利能力

受供需及地缘政治影响，海内外天然气价格涨幅较大。展望未来，天然气在一次能源结构中的占比中长期仍有提升空间，支撑天然气长期价格中枢上移。

广汇能源天然气业务通过将自产气和贸易气结合，保障盈利能力：1) 公司自产气下游客户结构绝大部分是加气站的车用户，车用 LNG 价格与柴油走势挂钩，2022 年 H1 新疆车用 LNG 均价同比上涨 21.94%，提升公司收入；2) 贸易气方面，从量的角度启东 LNG 接收站未来周转能力将提升至 1,000 万吨/年，价格方面公司根据形势采取灵活的方式采购天然气，通过转口贸易将天然气在国际市场销售，将在价格倒挂的国内市场销售的损失转化为国际市场销售的利润；另外代接卸业务保证了公司即使没有贸易套利，也能通过规模的扩张赚取固定的接卸费用。

煤炭业务：量价齐升，业绩弹性凸显

煤炭价格有望维持高位，公司煤炭产能稳步释放，煤炭业务潜力巨大未来量价齐升。2022 年国内外煤价倒挂背景下，国内供给存在缺口，煤价有望在高位震荡。公司煤炭资源丰富，通过规模化开采实现自给自足和对外销售。2021 年公司煤炭产销均实现显著增长。展望未来，新疆将全面加快推进“十四五”期间新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达 4 亿吨以上。而公司旗下白石湖和马朗等煤矿已列入新疆十四五规划的建设煤矿或储备煤矿项目，十四五期间随着产能释放煤炭业务讲实现量价齐升。

煤化工业务：高油价下一体化具备竞争力

公司煤化工生产所需的原材料主要来源于自产煤炭，充沛的煤炭储量为煤化工业务的持续增长提供了有力支撑。主要产品中甲醇价格稳定，煤焦油价格显著提升，在国际油价处于高位背景下，煤化工具备较强竞争性。2021 年公司煤化工板块各类产品产销量均实现显著增长，根据公司公告，预计 2022 年上半年煤化工业务销量和价格均实现显著提升，助力公司业绩增长。

投资建议：给予“买入”评级

展望未来，公司天然气业务通过将自产气和转口贸易结合，保障整体盈利能力；煤炭业务在煤炭价格高企背景下公司产能大幅扩张，提供未来业绩弹性；煤化工业务在当前高油价下具备竞争性，且公司立足自有煤炭优势打造煤化工一体化；在绿色能源业务公司通过 CCUS 和氢能布局转型。我们看好公司的长期发展，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.67、2.36 和 2.82 元，对应 2022 年 7 月 4 日收盘价的 PE 分别为 6.01X、4.24X 和 3.55X，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、煤炭及相关产品价格下跌；
- 2、在建项目进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.01
总股本(万股)	656,576
流通A股/B股(万股)	656,576/0
资产负债率	63.22%
每股净资产(元)	3.54
市盈率(当前)	10.25
市净率(当前)	2.85
近12月最高/最低价(元)	12.11/3.18

注：股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《1 季度环比扭亏，业绩拐点已现》2016-04-22
- 《3 季度检修大幅影响产销，内生增长潜力仍大》2015-10-23
- 《油价拖累产品价格，关注规模扩张进展》2015-08-18


 更多研报请访问
长江研究小程序

目录

广汇能源：煤、油、气全产业链布局.....	6
煤、油、气全产业链布局的能源龙头	6
行业复苏及产量释放，业绩持续创造新高.....	7
天然气业务：自产和贸易结合，保障盈利能力	8
天然气供需长期趋紧，价格中枢上移	8
自产 LNG 成本稳定，需求支撑售价较高	10
启东接收规模提高，转口+接卸贡献增量	12
煤炭业务：量价齐升，业绩弹性凸显.....	15
全球能源紧缺，海外价格高企	15
国内外煤价倒挂支撑国内价格	18
公司煤炭资源丰富，未来产能稳定释放	19
煤化工业务：高油价下一体化具备竞争力.....	23
高油价下，煤化工产业竞争性凸显.....	23
立足自有煤炭优势，建立煤化工一体化	24
量价齐升助力煤化工盈利	25
绿色能源业务：布局绿色转型，拥抱未来.....	27
二氧化碳捕集、管输、及驱油一体化项目.....	27
充分发挥氢能具备储能和能源的特点	27
投资建议：给予“买入”评级	29

图表目录

图 1：公司实控人为孙广信先生	6
图 2：广汇能源收入结构（单位：亿元）	7
图 3：广汇能源毛利结构（单位：亿元）	7
图 4：2022Q1 公司营业收入增长 70.1%	7
图 5：2022Q1 公司归母净利润增长 175.67%	7
图 6：2022 年前 4 月我国天然气表观消费量基本持平	8
图 7：我国 LNG 价格维持高位（单位：元/吨）	8
图 8：2021 年以来欧美天然气基准期货价格同步上涨	8
图 9：天然气占能源消费总量比重仍然有提升空间	9
图 10：天然气产业及市场布局示意图	10
图 11：天然气板块产业链	10
图 12：2021 年公司自产 LNG 有所减少	11
图 13：2022 年上半年新疆柴油价格大幅上涨	11
图 14：2022 年上半年新疆车用 LNG 价格大幅上涨	11
图 15：启东接收站不断扩建大幅提升公司 LNG 销量	12
图 16：2021 年 Q3 之后国内 LNG 贸易价差显著下降	14

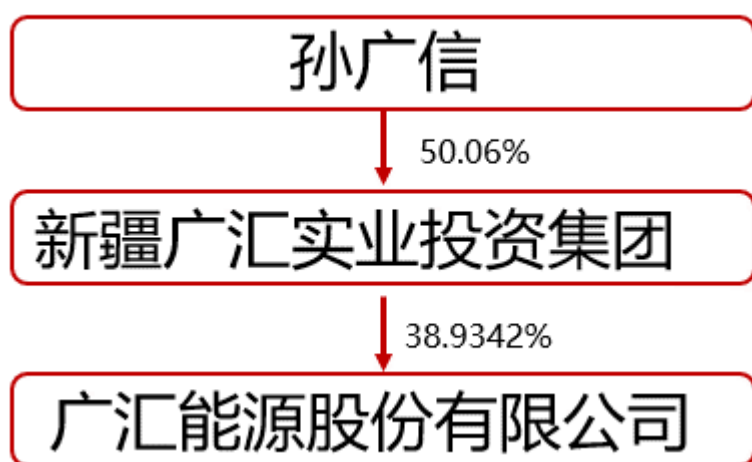
图 17: 2020 年和 2021 年煤炭供需缺口持续紧缺	15
图 18: 俄乌冲突事件进展一览表	16
图 19: 荷兰 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量同比明显减少	16
图 20: 丹麦 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量有所减少	16
图 21: 2022 年 5 月法国从俄罗斯进口煤炭同比减少明显	16
图 22: 意大利 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口实现净增	16
图 23: 德国 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量仍同比提升	17
图 24: 英国 2022 年 5 月俄煤进口量几乎为零	17
图 25: 日本煤炭进口结构 (2020 年)	17
图 26: 韩国煤炭进口结构 (2020 年)	17
图 27: 日本 2022 年 4-5 月俄煤进口量同比明显减少	17
图 28: 韩国 2022 年 4-5 月俄煤进口同比变化不大	18
图 29: 澳大利亚动力煤现货价格 (美元/吨)	18
图 30: 澳大利亚峰景矿硬焦煤价格 (美元/吨)	18
图 31: 1-4 月煤及褐煤进口总量 (万吨)	19
图 32: 港口进口煤炭总量 (万吨)	19
图 33: 港口进口煤炭总量-分国别 (万吨)	19
图 34: 广汇能源煤炭市场布局示意图	20
图 35: 广汇能源煤炭板块产业链	20
图 36: 2021 年煤炭产量大幅增加	21
图 37: 2021 年煤炭销量大幅增加	21
图 38: “十四五”处于高油价时代, 煤化工快速发展	23
图 39: 复盘库存和油价周期历史, 去库阶段油价仍将上涨	24
图 40: 广汇能源煤化工板块产业链	25
图 41: 2022 年上半年煤焦油价格大幅上涨	26
图 42: 2022 年上半年西北地区甲醇均价上涨 16.16%	26
图 43: 2021 年公司煤化工产品产量明显提升	26
图 44: 2021 年公司煤化工产品销量明显提升	26
图 45: 氢能在淖毛湖地区的三个替代	28
表 1: “十四五”时期我国天然气供需平衡表	9
表 2: 启东接收站未来规划	12
表 3: 国内 LNG 接收站主要由国企投建	13
表 4: 公司煤炭资源量丰富	21
表 5: 煤化工竞争性分析	23

广汇能源：煤、油、气全产业链布局

煤、油、气全产业链布局的能源龙头

广汇能源是成立于1994年的能源龙头企业。广汇能源股份有限公司(简称“广汇能源”)创始于1994年,原名称为新疆广汇实业股份有限公司,2000年5月在上海证券交易所上市,2002年开始进行产业结构调整,2012年成功转型为专业化的能源开发上市企业,同年6月5日正式更名为广汇能源股份有限公司。截至2022年6月16日,公司第一大股东为新疆广汇实业投资集团,持股比例为38.93%,实控人为孙广信先生。

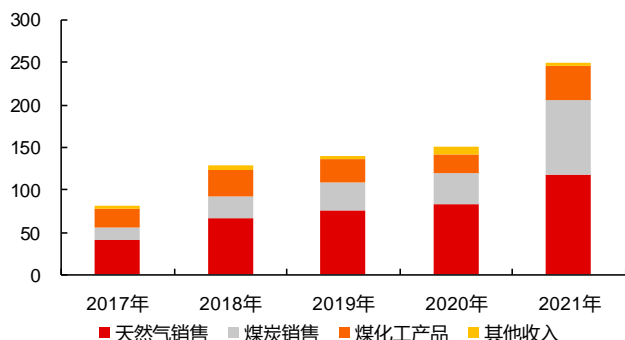
图 1: 公司实控人为孙广信先生



资料来源: Wind, 长江证券研究所

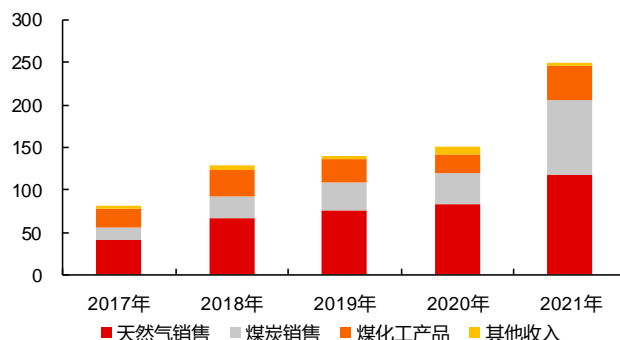
广汇能源是目前在国内外同时拥有“煤、油、气”三种资源的企业,天然气和煤炭销售是公司最重要的业务。广汇能源依托丰富的资源优势,现已形成天然气液化、煤炭开采、煤化工、油气勘探开发四大业务板块,是集上游煤炭开采、油气勘探生产,中游资源清洁转化高效利用,下游物流运输与终端市场于一体的大型能源上市公司。从主营业务收入构成来看,2021年天然气销售、煤炭销售、煤化工产品和其他收入的收入占比分别为47.68%、34.74%、16.52%和1.05%;从主营业务毛利构成来看,2021年天然气销售、煤炭销售、煤化工产品和其他收入的毛利占比分别为39.09%、38.21%、21.89%和0.81%。天然气业务和煤炭业务是公司最重要的业务。

图 2: 广汇能源收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 广汇能源毛利结构 (单位: 亿元)

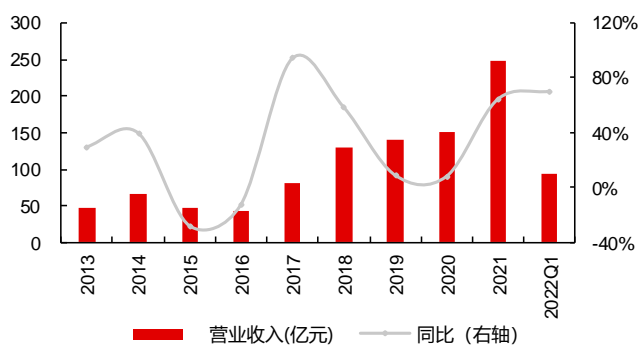


资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业复苏及产量释放, 业绩持续创造新高

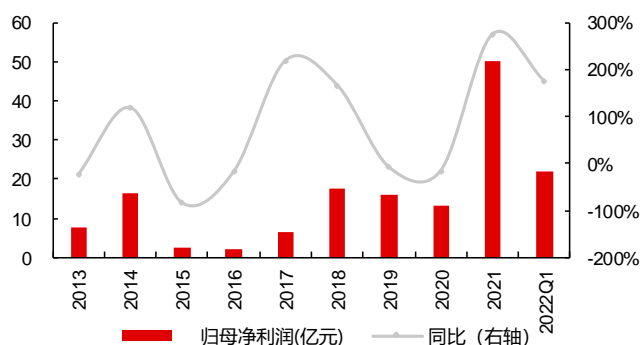
随着价格和产量的提升, 公司营收和业绩持续增长。2021 年之后, 随着能源价格从底部回升, 同时公司各项业务的产能不断释放, 公司营业收入和利润持续提升。2021 年实现营业收入 248.65 亿元, 同比增长 64.30%; 实现归母净利润 50.03 亿元, 同比大增 274.40%。2022 年 Q1 公司实现营业收入 93.98 亿元, 同比增长 70.10%; 实现归母净利润 22.13 亿元, 同比大增 175.67%。

图 4: 2022Q1 公司营业收入增长 70.1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: 2022Q1 公司归母净利润增长 175.67%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

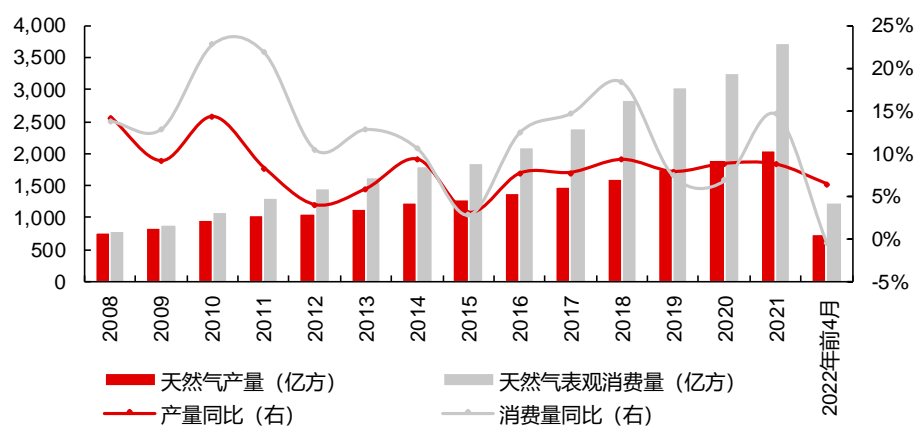
2022 年 Q2 单季度归母净利润预计达到 29 亿元左右, 再次刷新单季度新高。6 月 24 日, 公司发布 2022 年半年度业绩预增公告, 预计 2022 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润为 506,335.82 万元至 516,335.82 万元, 与上年同期相比将增加 365,627.11 万元到 375,627.11 万元, 同比增长 259.85%到 266.95%。其中: 二季度实现归属于上市公司股东的净利润为 285,000 万元至 295,000 万元, 同比将增加 224,580.44 万元到 234,580.44 万元, 同比增长 371.70%到 388.25%, 环比将增加 63,664.18 万元到 73,664.18 万元, 环比增长 28.76%到 33.28%, 再次刷新公司单季度业绩新高。

天然气业务：自产和贸易结合，保障盈利能力

天然气供需长期趋紧，价格中枢上移

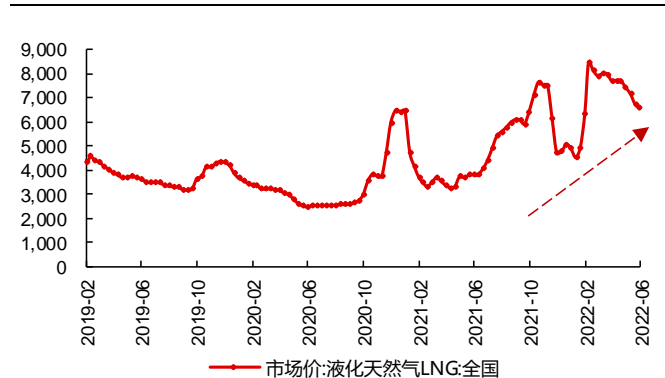
天然气产量稳定需求迅速回升，价格明显上涨。由于政策利好等因素推动，2016-2018年天然气需求快速提升，在高基数影响下，2020年和2021年中国天然气表观消费量分别为3,250.37和3,726亿立方米，同比分别增长6.83%和14.63%；2020年和2021年我国天然气产量分别为1,888.50和2,052.6亿立方米，同比分别增长8.77%和8.69%。在全球能源价格暴涨背景下，2022年2月中国LNG市场价曾超过8,000元/吨，2022年上半年均价达到6,887.5元/吨，同比上涨72.68%。受供需及地缘政治影响，海外天然气价格亦有较大涨幅，虽然近期有所回调，截至6月30日，美国HH基准气价仍然同比上涨47.34%至5.51美元/百万英热单位，IPE英国天然气期货价格亦同比上涨187%，处于历史高位。

图 6：2022 年前 4 月我国天然气表观消费量基本持平



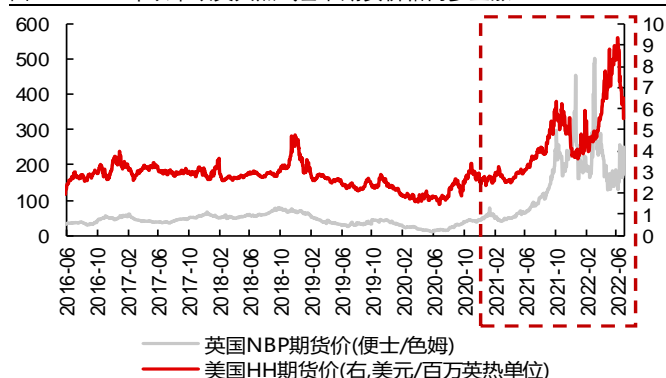
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：我国 LNG 价格维持高位（单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2021 年以来欧美天然气基准期货价格同步上涨

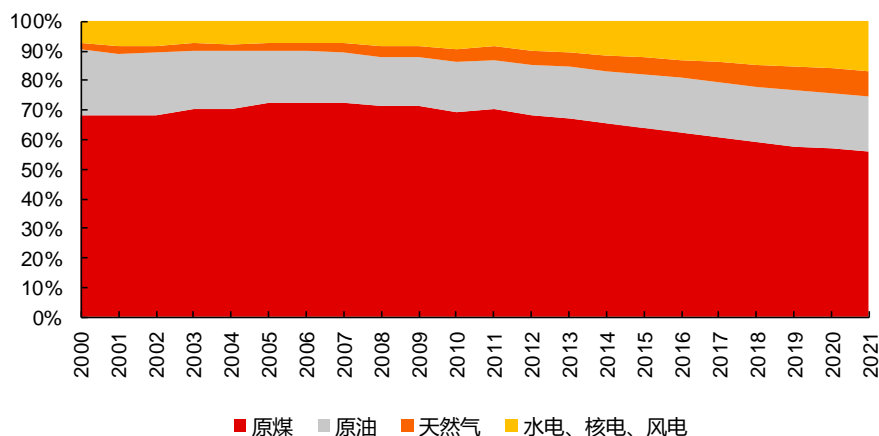


资料来源：Wind，长江证券研究所

天然气在一次能源结构中的占比中长期仍有提升空间。根据联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）的假定，以碳排放系数衡量每一种能源燃烧过程中单位能源所产生的碳排放数量，则焦炭为0.8550，天然气为0.4483，理论上单位天然气燃烧产生的碳排放仅为焦炭的52.43%。我国能源构成“富煤、贫油、少气”的特点决定我国能源消费结

构长期以来以煤炭为主,2021年煤炭、原油和天然气占能源消费总量比重分别为56%、18.5%和8.9%。在双碳政策背景下,在对煤炭进行能源替代的过程中,天然气在一次能源结构中的占比中长期仍有提升空间。

图 9: 天然气占能源消费总量比重仍然有提升空间



资料来源: Wind, 长江证券研究所

“十四五”期间我国天然气供需仍将处于紧平衡状态,支撑天然气长期价格中枢上移。长期来看,假设城镇燃气需求以正常增速抬升,化工用气需求维持小幅增长,工业燃料和发电用气需求为主要增长点,则“十四五”时期我国天然气表观消费量或可实现增量4,788亿方,年均复合增速达7.5%。预计“十四五”时期我国天然气供需将处于紧平衡状态,支撑长期价格中枢上移。

表 1: “十四五”时期我国天然气供需平衡表

单位: 亿方	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	“十四五” CAGR
需求	3,100	3,332	3,794	4,163	4,409	4,593	4,788	7.52%
国内消费量	3,064	3,280	3,742	4,111	4,357	4,541	4,736	7.62%
出口量	36	52	52	52	52	52	52	
供给	3,109	3,348	3,780	4,142	4,379	4,561	4,738	7.19%
自产天然气	1,753	1,925	2,098	2,266	2,402	2,498	2,598	6.18%
YoY	9.40%	9.81%	9.00%	8.00%	6.00%	4.00%	4.00%	
进口 PNG	508	483	507	583	607	625	643	5.91%
YoY	-0.80%	-4.92%	5.00%	15.00%	4.00%	3.00%	3.00%	
进口 LNG	848	940	1,175	1,293	1,370	1,439	1,496	9.74%
YoY	12.60%	10.85%	25.00%	10.00%	6.00%	5.00%	4.00%	
供给-需求 (供需缺口)	9	16	-13	-22	-31	-32	-50	

资料来源: Wind, 国家能源局, 长江证券研究所

自产 LNG 成本稳定，需求支撑售价较高

广汇能源的天然气业务有两种模式，分别是自产气和贸易气。主要采用三种方式：一是吉木乃 LNG 工厂所采用的，利用天然气经深冷处理后生产出 LNG 产品；二是哈密煤化工项目所采用的，以煤炭为原料、经过化学加工使煤转化为煤制天然气，再通过液化处理形成煤制 LNG 产品；三是南通港吕四港区 LNG 分销转运站项目，通过海外贸易，引进海外 LNG 资源，进行 LNG 的境内销售，通过贸易价差，实现利润。

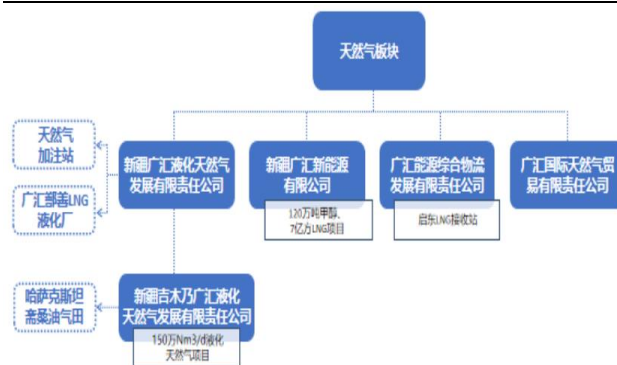
公司 LNG 产品采用错位竞争方式，避免市场风险。公司 LNG 产品的市场定位为对“西气东输”和“海气上岸”的服务和补充，与国内大型石油天然气企业采用错位竞争的方式，有效地避免了市场竞争风险。公司 LNG 产品不仅面向距离天然气输送管网覆盖范围较远的中、小城市和位于城市周边的工业用户，亦可作为天然气输送管网覆盖地区的峰谷调节用气。在目前国内已建成的陆地非管输 LNG 厂商中，公司 LNG 业务规模最大，在陆地非管输 LNG 的市场中处于行业首位。

图 10：天然气产业及市场布局示意图¹



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：天然气板块产业链

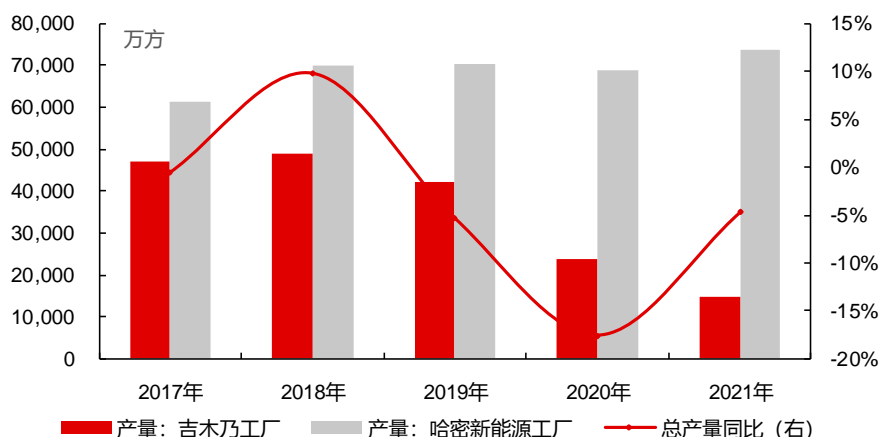


资料来源：公司公告，长江证券研究所

广汇能源的自产 LNG 主要来自于 7 亿方煤制 LNG 项目和吉木乃项目。7 亿方 LNG 项目以煤炭为原料，经液化处理形成甲醇、LNG 和副产品。吉木乃工厂的气源来自哈萨克斯坦斋桑油气田，通过跨境天然气管道，实现上下游联动供应；LNG 液化原料价格根据国际协议事先锁定，生产成本可控。因此，公司哈密新能源工厂和吉木乃工厂的气源价格与中亚进口管道气的门站价格相比，价格优势凸显。2021 年公司自产 LNG 同比减少 4.71%。其中哈密新能源工厂 LNG 产量 73,690.85 万方，同比增长 7.08%；吉木乃工厂受哈国电力供应故障检修、项目设备检修及上游供气量减少等因素影响，LNG 产量 14,660.80 万方，同比下降 38.67%。

¹ 南海地区不涉及相关业务，故未显示

图 12: 2021 年公司自产 LNG 有所减少



资料来源：公司公告，长江证券研究所

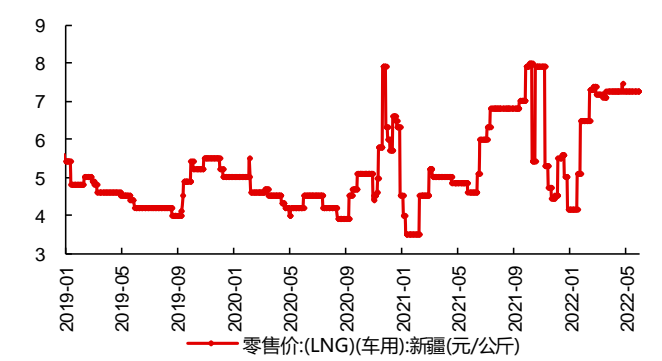
柴油价格暴涨支撑了疆内车用 LNG 价格，提升公司收入。从 LNG 收入端来看，公司 LNG 根据使用场景不同采取多种定价模式，工业用气价格依据市场供需情况而定，车用 LNG 则与成品油销售价格挂钩，与电厂签订长协保证气源供应，灵活定价模式随行就市。从下游客户结构来看，工业用户并非公司在新疆的主要用户，绝大部分都是加气站的车用户。2022 年虽然车用 LNG 价格涨幅较大，但是客户认为和柴油相比 LNG 仍然具备性价比。2022 年上半年，新疆柴油均价同比上涨 30.58%，而车用 LNG 均价则同比上涨 21.94%。

图 13: 2022 年上半年新疆柴油价格大幅上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14: 2022 年上半年新疆车用 LNG 价格大幅上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

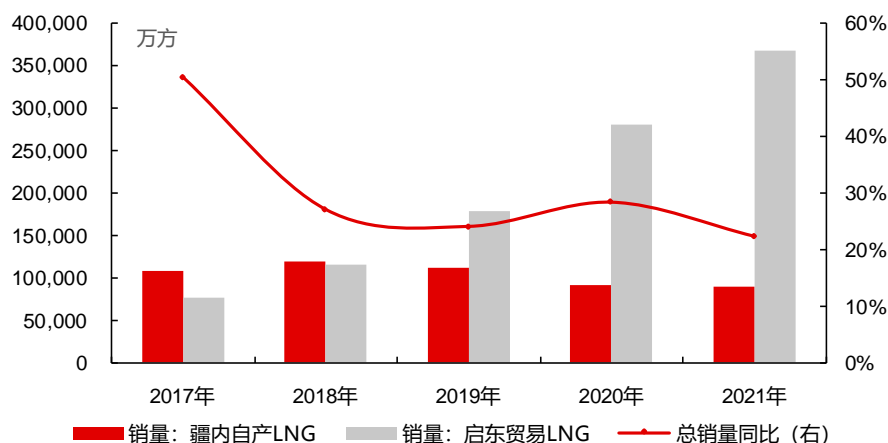
为了进一步推动斋桑区块石油项目的勘探开发，公司全资子公司广汇石油与安徽光大签署了《关于油气勘探开发合作框架协议》。基于上述协议，广汇石油间接持股 52% 的控股子公司哈萨克斯坦共和国 TBM 公司与安徽光大签订了《TarbagatayMunayLLP 与安徽光大矿业投资有限公司之油气勘探开发合作协议》和《斋桑区块操作协议》。安徽光大将独立操作协议约定的油气项目（即履行操作义务）并承担全部相关成本、费用和损失。在安徽光大投资成本回收前，TBM 和安徽光大按照 28%：72% 的比例对合同区内开采出的油气进行分配，投资成本回收后，按照 40%：60% 的比例进行分配。目前项目区块仍主要处于天然气勘探评价和稠油试采阶段，天然气投入正常生产并已产生稳定的现金流。现有总井数 54 口，其中：油井 29 口，气井 25 口。自 2013 年 6 月 19 日，主块天

然气顺利投产并从哈国斋桑输送至吉木乃 LNG 工厂，目前 25 口气井正常开井生产 15 口，日产气 51.48 万方，平均单井日产气 3.43 万方。2021 年，该项目输送天然气 1.59 亿方，累计生产和输送天然气 33.54 亿方，区块稠油仍然处于试采测试阶段。

启东接收规模提高，转口+接卸贡献增量

随着启东 LNG 接收站规模的不断扩大，公司 LNG 销售规模显著提升。2021 年，哈密新能源公司实现 LNG 产量 73,690.85 万方，同比增长 7.08%。吉木乃工厂受哈国电力供应故障检修、项目设备检修及上游供气量减少等因素影响，LNG 产量 14,660.80 万方同比下降 38.67%。虽然公司自产气总量同比减少，但随着启东接收站的扩建项目投产，公司 LNG 总销量同比增加 22.28%，其中启东贸易气销量增加 30.66%，疆内自产 LNG 销量减少 3.29%。

图 15：启东接收站不断扩建大幅提升公司 LNG 销量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

启东 LNG 接收站未来周转能力将持续提升至 1,000 万吨/年。广汇能源是中国最早探索 LNG 项目的民营企业之一。启东 LNG 接收站项目一、二、三期工程及配套 LNG 气化、海水取排水及启通天然气管线等项目均已投产运行，目前可达到 300 万吨/年的 LNG 周转能力。为了进一步扩大接收站接转存储规模，提高港口岸线资源利用效率，增强资源供应和应急调峰能力，目前项目正在做一些扩建工程及新建配套项目，例如：在建项目包括 520 万立方米储罐、620 万立方米储罐、1 泊位扩建项目及 2 泊位投建项目等。随着上述扩建、新建配套项目逐步投入运行，项目整体将从 300 万吨/年的 LNG 周转能力提升至 500 万吨/年，到全部规划项目完成后将提升至 1,000 万吨/年，可进一步保障销售端出货量，提升项目整体经济效益。

表 2：启东接收站未来规划

项目	储罐 (万方)	总周转量 (万吨/年)	投产时间
一期	5*2	60	2017 年
二期	16	115	2018 年
三期	16	300	2020 年
四期	20	500	2022 年

未来规划	20*2	1,000	2025 年
------	------	-------	--------

资料来源：公司公告，长江证券研究所

相比国企，广汇能源在 LNG 采购策略上更加灵活。目前国内 LNG 接收站主要由国企投建，作为民企广汇能源可以根据形势采取更加灵活的方式采购天然气。目前国内大部分接收站集中在“三桶油”以及国家管网公司，民企中只有广汇能源、新奥股份和九丰能源等少数公司建有接收站。和“三桶油”以及国家管网公司相比，由于国企承担着大部分天然气保供的任务，广汇能源可以采取更加灵活的 LNG 采购策略，择机选择合适的价格进行采购。

表 3：国内 LNG 接收站主要由国企投建

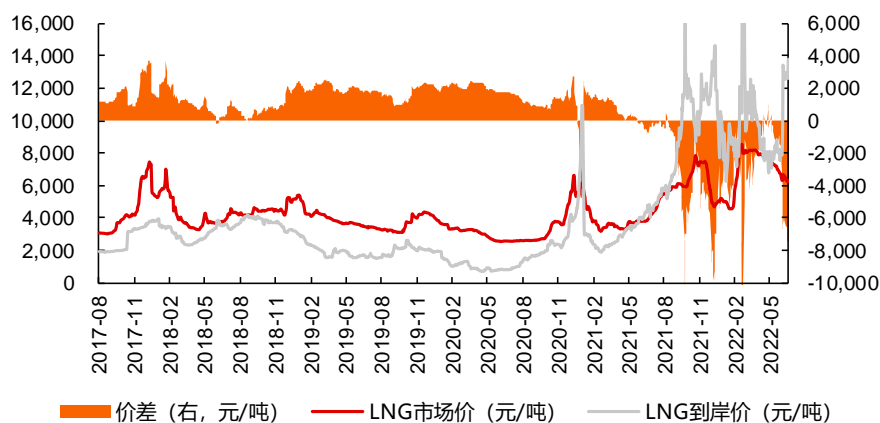
序号	已投运接收站	业主	接卸能力(万吨/年)
1	大连接收站	国家管网	600
2	唐山接收站	中石油	600
3	天津南疆接收站	国家管网	600
4	天津接收站	中石化	600
5	青岛接收站	中石化	610
6	如东接收站	中石油	650
7	启东接收站	广汇能源	300
8	五号沟接收站	申能	150
9	洋山港接收站	申能	300
10	舟山接收站	新奥	300
11	宁波北仑接收站	中海油	600
12	莆田接收站	中海油	500
13	粤东接收站	国家管网	200
14	深圳接收站	国家管网	400
15	大鹏接收站	中海油	680
16	华安接收站	深圳燃气	100
17	东莞接收站	九丰能源	100
18	珠海接收站	中海油	350
19	防城港接收站	国家管网	60
20	北海接收站	国家管网	600
21	深南接收站	中石油	60
22	海南接收站	国家管网	300
23	台中接收站	台湾中油	300
24	永安接收站	台湾中油	700
合计			9,660

资料来源：天然气行业观察，长江证券研究所

公司通过转口贸易及代接卸提升 LNG 业务的盈利。2021 年下半年以来，国际天然气价

格显著上涨，公司外购气成本上升，贸易气业务毛利率受到较大影响。在目前到岸价和国内市场价处于倒挂的情况下，公司快速转变销售策略提高转口贸易比例，优化销售结构，同时有效利用空出泊位，开展租赁活动，赚取接卸费用。成本端来看，公司与海外公司签署长协合约，保障气源充足。多项举措并举，稳定成本的同时促进营收，助推天然气毛利润增长。国际转口贸易是指公司将天然气转口在国际市场销售，将在价格倒挂的国内市场销售的损失转化为国际市场销售的利润；代接卸业务保证了公司即使没有贸易套利，也能通过接收站规模的扩张赚取固定的接卸费用。

图 16：2021 年 Q3 之后国内 LNG 贸易价差显著下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

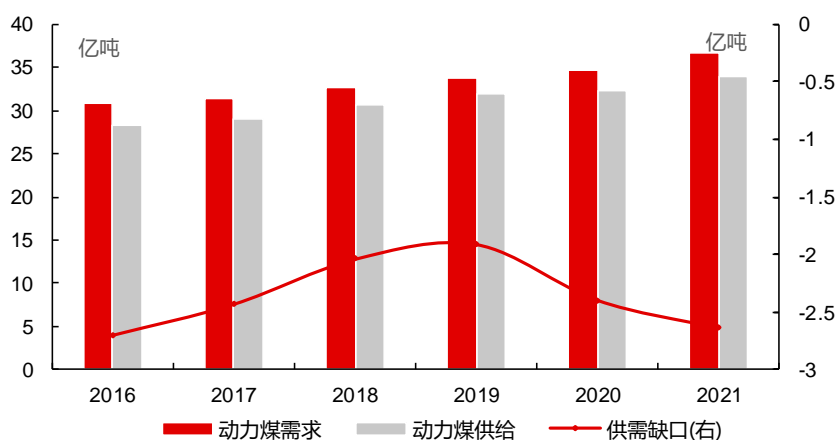
与中石化合作利用产业链协同效应布局 LNG 下游市场。公司已与中石化签署为期五年的《合作框架协议》，协议暂定 2021 年合作天然气量 12 亿方，未来合作天然气气量逐年增至 25 亿方，达到启通天然气管线设计 40 亿方年输气能力的 62.5%（具体用量以正式签订的年度合同为准）。通过双方优势整合，充分发挥合作方 LNG 资源、技术优势和地方的区位、协调优势，强化公司南通启东港 LNG 接收站项目具有接收国际贸易气源的窗口优势；同时，高度利用天然气全产业链协同效应，全面布局 LNG 下游市场。

煤炭业务：量价齐升，业绩弹性凸显

全球能源紧缺，海外价格高企

2021 年供给受限需求爆发影响下，煤炭价格快速上涨。2021 年，受国际能源供需关系失衡、国内用电需求快速增长、异常气候、自然灾害等多重因素影响，国内煤炭供需持续偏紧，煤炭市场高位震荡，我国动力煤供需矛盾持续体现，价格走势波动较大。整体来看，全国多省继续加快化解煤炭行业过剩产能，推动煤炭生产结构优化，煤炭产业集中度得到进一步提高；产地受安监、环保及矿难影响，煤矿产量受限，而下游市场受超预期需求爆发影响，动力煤供应缺口扩大，煤炭价格快速上涨。

图 17：2020 年和 2021 年煤炭供需缺口持续紧缺



资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

2022 年，多国对俄煤出口制裁逐渐落地。2022 年 4 月 5 日，欧盟、美国方面都宣布将针对俄罗斯提出新一轮制裁方案，包括禁止从俄罗斯进口煤炭等；2022 年 4 月 6 日，英国宣布将在 2022 年底前全部停止从俄罗斯进口煤炭和石油，并尽快结束天然气进口；2022 年 4 月 7 日，欧盟国家同意禁止从俄罗斯进口煤炭，欧洲向俄罗斯购买煤炭大部分在现货市场进行，这些现货购买将在制裁生效后立即停止；对于非现货交易，欧盟给出四个月的宽限期，意味着欧盟要到 8 月中旬才会全面禁止俄罗斯煤炭。2022 年 4 月 8 日，日本首相宣布了包括禁止从俄罗斯进口煤炭的一系列对俄追加制裁措施。

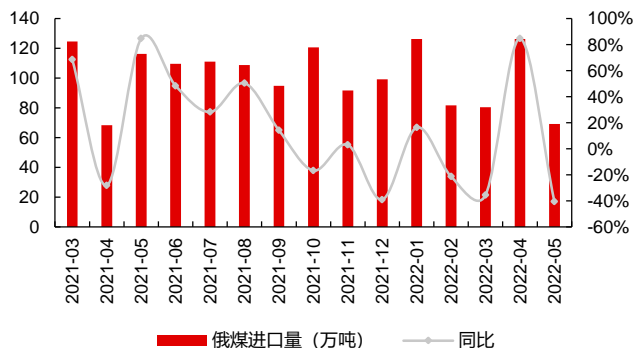
图 18: 俄乌冲突事件进展一览表



资料来源: 新华社, 央视新闻, 上海证券报, 煤炭市场网, 光明网, 长江证券研究所

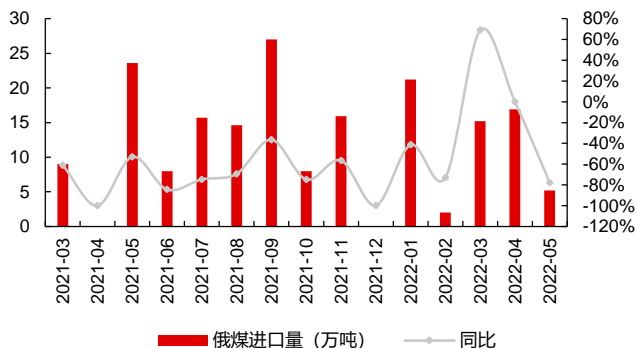
4月制裁以来, 欧洲地区部分国家均一定程度的减少了俄煤进口量, 而英国则因为本身从俄罗斯进口煤占比偏少, 因此4月后俄煤进口几乎为零。2020年, 欧洲煤炭进口热值总量50%来自俄罗斯, 然而随着俄乌关系紧张, 欧洲等地从俄罗斯进口的煤炭占比出现一定下行趋势, 但仍保有一定俄煤进口量: 我们以彭博高频数据为例, 可发现4月对俄煤制裁后荷兰、法国、丹麦等地从俄罗斯进口的煤炭数量占比确实有所下降, 但总体仍然维持一定比例; 而德国、意大利5月从俄罗斯进口的煤炭数量则有所提升。此外, 英国由于本身从俄罗斯进口煤炭占比偏少, 因此4月以后从俄罗斯进口煤炭几乎为零。

图 19: 荷兰 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量同比明显减少



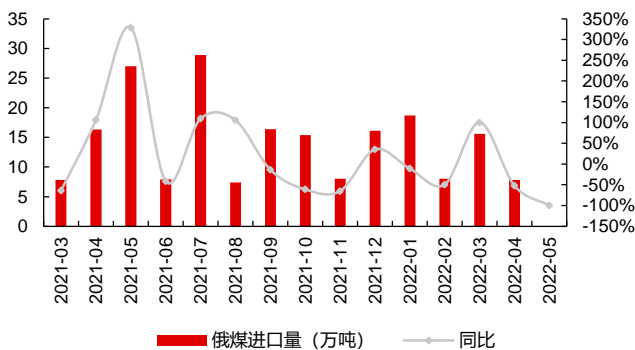
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 20: 丹麦 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量有所减少



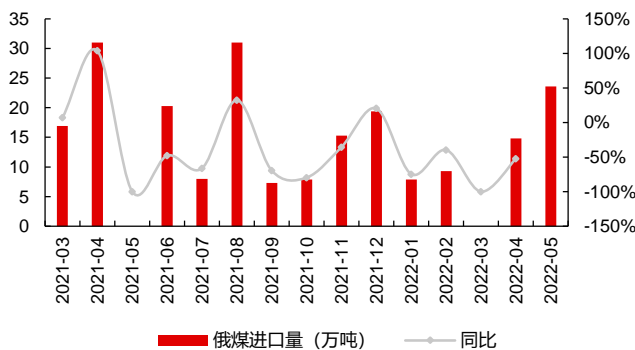
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 21: 2022 年 5 月法国从俄罗斯进口煤炭同比减少明显



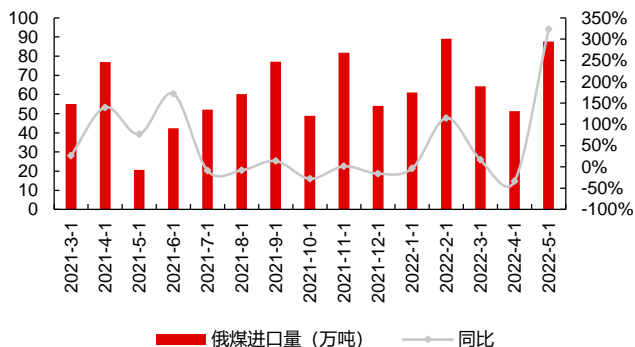
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 22: 意大利 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口实现净增



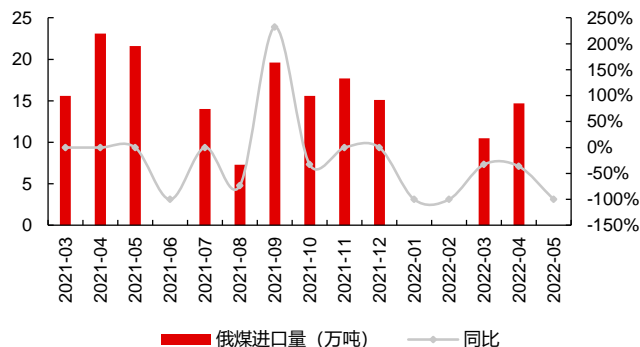
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 23: 德国 2022 年 5 月俄罗斯煤炭进口量仍同比提升



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

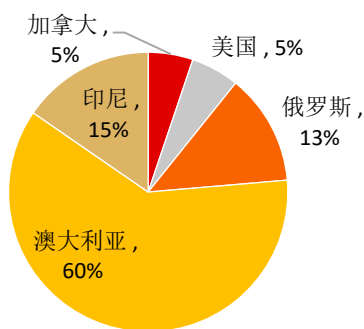
图 24: 英国 2022 年 5 月俄煤进口量几乎为零



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

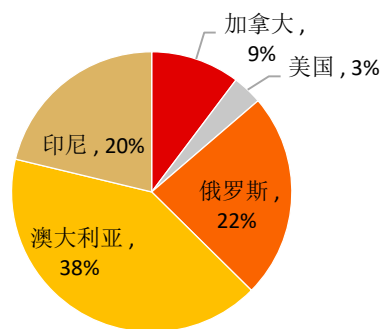
日韩方面, 2022 年 4 月以来, 日本明显减少从俄罗斯进口煤量, 而韩国的俄煤进口量总体稳定。根据 BP 数据, 2020 年韩国煤炭进口热值占比中 22%来自俄罗斯, 日本煤炭进口热值占比中 13%来自俄罗斯。而从彭博高频数据为例, 可发现 2022 年 4-5 月日本明显减少了俄煤进口量, 转而向澳大利亚寻求煤炭进口; 而韩国 2022 年 4-5 月从俄罗斯进口的煤炭数量则较为稳定。

图 25: 日本煤炭进口结构 (2020 年)



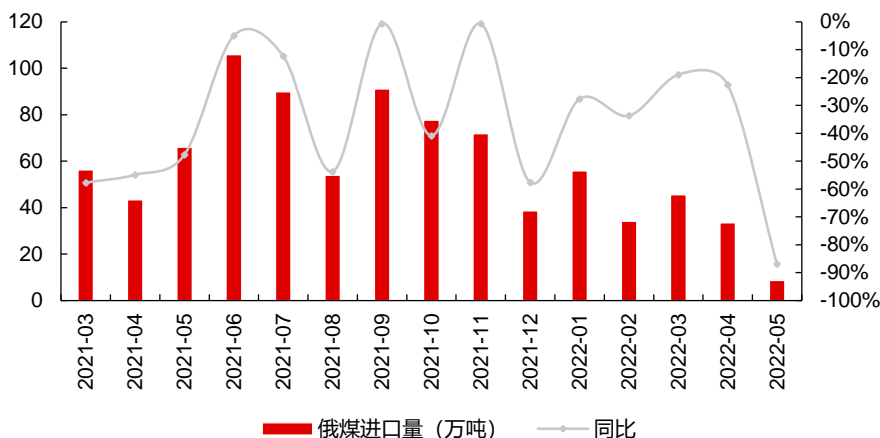
资料来源: BP, 长江证券研究所

图 26: 韩国煤炭进口结构 (2020 年)



资料来源: BP, 长江证券研究所

图 27: 日本 2022 年 4-5 月俄煤进口量同比明显减少



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 28: 韩国 2022 年 4-5 月俄煤进口同比变化不大



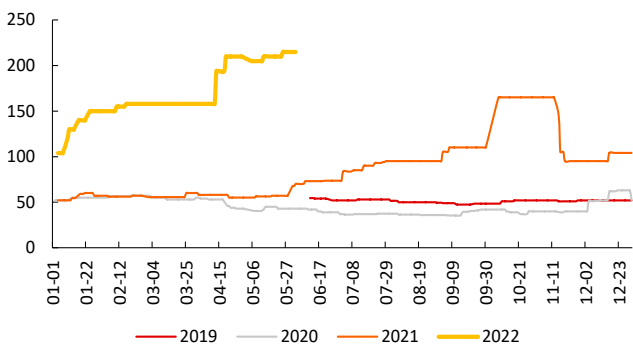
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

国内外煤价倒挂支撑国内价格

俄煤出口制裁会对我国煤炭供需产生何种影响? 我们认为, 动力煤方面, 受俄乌冲突后全球能源紧缺、国内外煤价倒挂影响, 我国全年煤炭进口量或有所缩减; 焦煤方面, 由于全球焦煤资源有限, 因此澳煤进口限制或导致全年焦煤进口量仍然无法补足缺口。

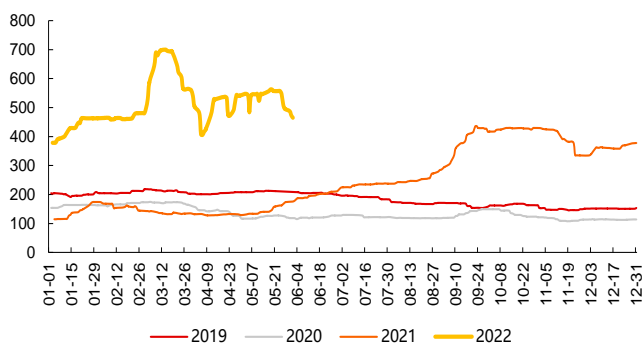
从进口煤量来看, 2022 年 1-4 月煤及褐煤进口总量 7536 万吨, 较去年下降 16%。其中 4 月份煤炭进口提升或和 3 月中下旬海外煤价整体下降有关。进入 5 月, 由于海外煤价再度上行, 因此从港口进口煤高频数据来看, 5 月港口进口煤量有所缩减。

图 29: 澳大利亚动力煤现货价格 (美元/吨)



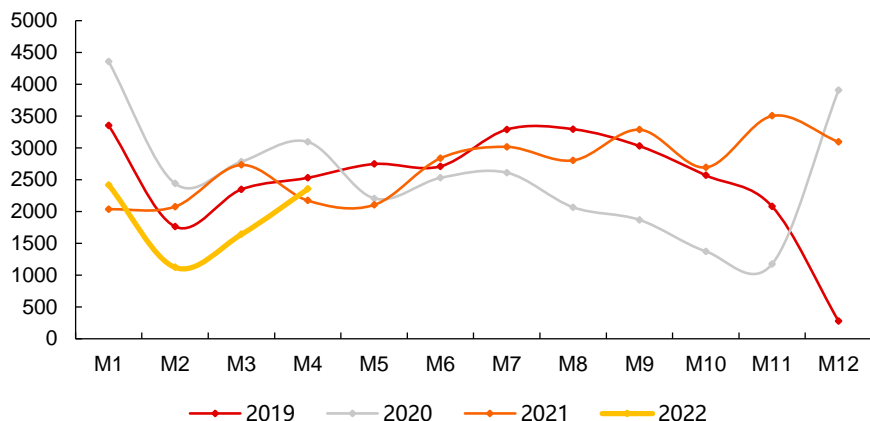
资料来源: Mysteel, 长江证券研究所

图 30: 澳大利亚峰景矿硬焦煤价格 (美元/吨)



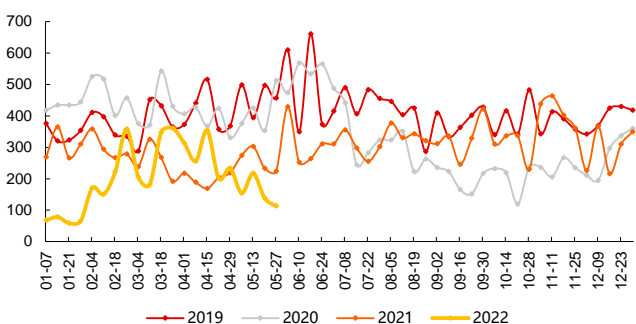
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31: 1-4 月煤及褐煤进口总量 (万吨)



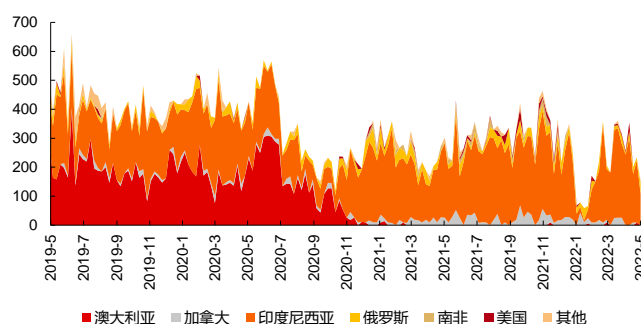
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 32: 港口进口煤炭总量 (万吨)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 33: 港口进口煤炭总量-分国别 (万吨)



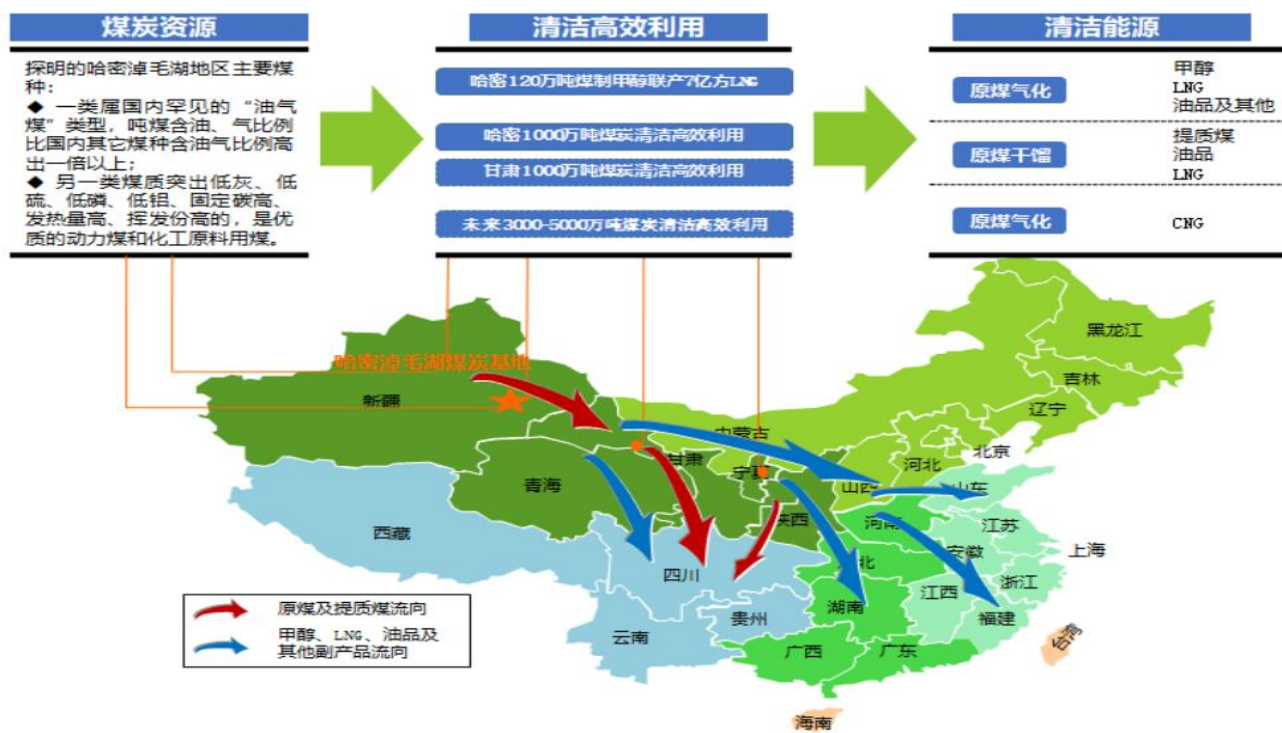
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

国内外煤价倒挂背景下, 国内供给存在缺口, 煤价有望在高位震荡。总体来看, 若国内外煤价持续倒挂, 我国煤炭进口量或难以得到较大补充; 此外, 虽然我国部分煤炭缺口或可一定程度通过增加俄罗斯煤炭进口来补足, 然而或受远东地区运力掣肘因素影响, 进口总量仍较为有限。在这种情况下, 我国煤炭进口总量或出现短缺情况。若国内产量释放不及预期, 煤炭供给或存在硬性缺口, 煤价有望在高位震荡。

公司煤炭资源丰富, 未来产能稳定释放

公司煤炭资源丰富, 通过规模化开采实现自给自足和对外销售。公司目前的煤炭资源储备和生产主要分布在新疆哈密、富蕴等地区, 产品类型多为长焰煤。公司煤矿产区大部分采用露天开采, 具有较高的安全性; 所产长焰煤具有灰份低、热值高等特点, 品质良好; 其中, 哈密淖毛湖煤田属于优质高油富气煤, 适合进行煤炭分质利用, 生产具有更高附加值的 LNG 及化工产品。一方面, 公司通过规模化开采, 为煤化工业务的发展提供了优质的原材料; 另一方面, 公司利用自身煤炭资源具有的露天开采、灰度低、热值高等特点, 向周边电力、钢铁等大型用煤企业以及煤化工客户开展煤炭销售业务。

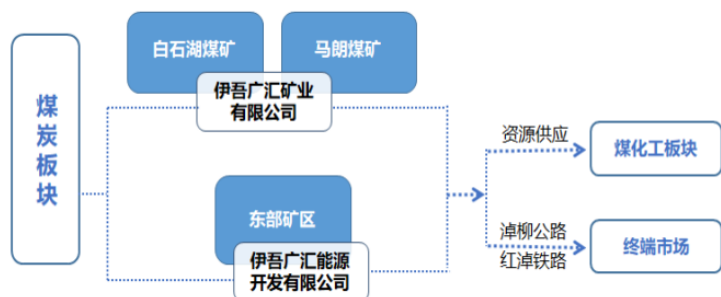
图 34：广汇能源煤炭市场布局示意图²



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司的煤炭销售业务采用直接销售模式，主要通过铁路和公路相结合的运输方式。公司通过自建淖柳公路、红淖铁路及物流中转基地，降低了运输和仓储成本，具备较强的成本竞争优势。其中，红淖铁路投运后，逐步上货提量，降低公司的煤炭运输成本，进一步扩大公司的煤炭销售半径。公司近年来在新疆、甘肃等传统煤炭市场之外，积极开拓川、渝、云、贵等地煤炭市场，并加强无烟喷吹煤及高热值动力煤销售，实现煤炭销售业务多元化。同时，建立了动态的煤炭销售价格体系，实施产品差异化的定价策略，并充分利用红淖铁路的运输成本优势，取得了稳定的经济效益。

图 35：广汇能源煤炭板块产业链



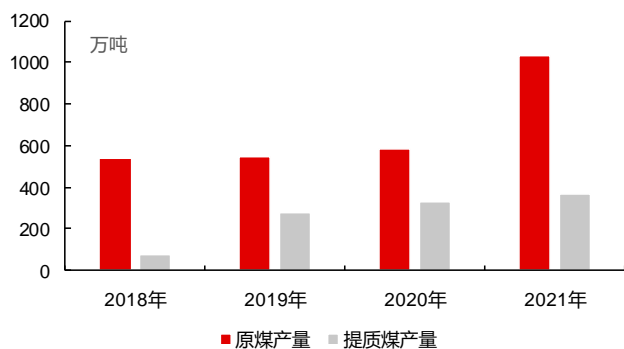
资料来源：公司公告，长江证券研究所

2021 年公司煤炭产量和销量均实现显著增长。矿业公司坚持以“安全生产、原煤保供”为核心，科学合理组织各采区煤炭生产，确保生产工序合理接续，保障内保外供；紧抓

² 南海地区不涉及相关业务，故未显示

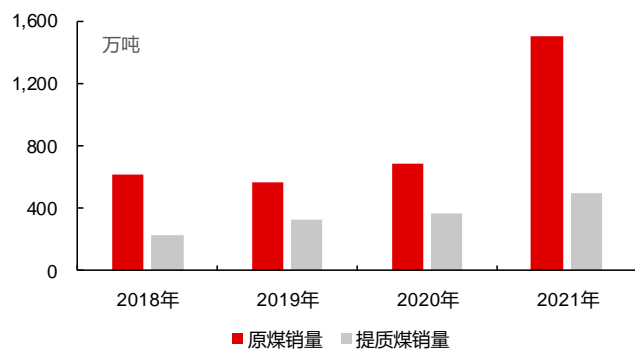
价格利好行情，采用签订长协、一企一策等多措并举的销售策略，及时调整产品销价，创造了历史最佳业绩。2021年，实现原煤产量 1,028.87 万吨，同比增长 76.81%；煤炭销售总量 1,994.91 万吨，同比增长 91.19%。原煤产品生产量及销售较上年分别增加 76.81%、121.13%，主要系本期白石湖露天煤矿纳入国家保供名单增加保供量所致。

图 36：2021 年煤炭产量大幅增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：2021 年煤炭销量大幅增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

广汇能源煤炭资源量丰富，十四五期间产能有望持续释放。矿业公司白石湖露天煤矿坚持走“生态优先、绿色发展”之路，被国家自然资源部列入绿色矿山名录，实现了公司走高质量发展的阶段性目标。新疆将全面加快推进国家给予的“十四五”期间新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达 4 亿吨以上。而广汇能源旗下的淖毛湖矿区白石湖二号露天矿产能核增 900 万吨/年、三号露天矿产能核增 500 万吨/年、马朗一号煤矿一期 500 万吨/年均已列入新疆十四五规划的建设煤矿项目中，淖毛湖矿区马朗一号煤矿二期 500 万吨/年等项目则已列入新疆十四五规划的储备煤矿项目。

表 4：公司煤炭资源量丰富

矿区	主要矿区	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)
白石湖煤矿	新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖勘查区井田勘探	长焰煤	96,917	96,917
	新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖露天煤矿	长焰煤	80,373	72,242
东部矿区	新疆伊吾淖毛湖煤田东部勘查区	长焰煤-不粘煤	295,297	295,297
	新疆伊吾淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	长焰煤-不粘煤	6,184	6,035
马朗煤矿	新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗露天勘查区	长焰煤	72,068	50,609
	新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号井田	长焰煤	108,815	79,195
			659,654	600,295

资料来源：公司公告，长江证券研究所

6月28日公司发布业绩预告，煤炭板块销量和销售价格均取得大幅提升。2022年1-5月，广汇能源煤炭外销量同比增长31.59%，销售均价同比增长69.70%。6月，预计公司煤炭外销量同比增长57.54%，全国煤炭市场销售价格均价同比增长19.66-34.19%，公司各细分品种煤炭市场销售价格同比增长53.81-121.95%。

煤化工业务：高油价下一体化具备竞争力

高油价下，煤化工产业竞争性凸显

从经济性角度而言，原油价格 50 美元/桶通常为煤化工竞争优势分界线。新型煤化工在一定程度上可部分替代石油化工，因此与原油价格高度相关。根据相关研究，当油价低于 50 美元/桶时，煤化工由于较高额度的投资及运营成本等因素不具备盈利性，而当油价高于 50 美元/桶时，煤化工竞争力凸显。

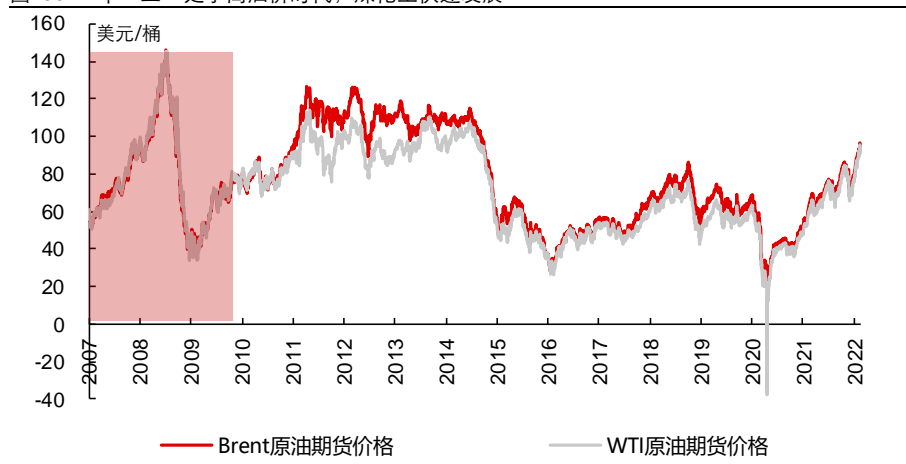
表 5：煤化工竞争性分析

原油价格/(美元/桶)	40	50	60	70	80
煤制油(间接液化)竞争性分析 (元/吨)					
柴油预测出厂价	4,091	4,884	5,677	6,471	7,264
石脑油预测出厂价	2,801	3,470	4,138	4,807	5,476
LPG 预测出厂价	2,815	3,350	3,885	4,421	4,956
煤炭竞争价格	-129	0	129	254	358
煤制烯烃竞争性分析 (元/吨)					
原油价格/(美元/桶)	40	50	60	70	80
烯烃预测出厂价	3,932	4,786	5,586	6,387	7,213
煤炭竞争价格	35	149	257	364	475
煤制乙二醇竞争性分析 (元/吨)					
乙二醇预测出厂价	3,485	4,072	4,670	5,224	5,942
煤炭竞争价格	-86	71	236	386	579

资料来源：《新型煤化工产业技术及经济性分析》陈乐、李立、马越，长江证券研究所

“十一五”期间油价高位运行，煤化工快速发展。“十一五”期间，随着全球货币宽松政策的实施及 OPEC+ 减产协议的执行，国际油价维持了近 5 年的高位运行，在高油价背景下，相对于其它工艺，煤化工竞争力较强。另一方面，国家本着“规范发展煤制甲醇，鼓励发展二甲醚，控制发展醋酸，积极发展煤制烯烃，慎重发展煤制油”的原则，大力支持发展煤化工。在此期间，共开工建设并投产了约 35 个大型煤化工项目。

图 38：“十一五”处于高油价时代，煤化工快速发展

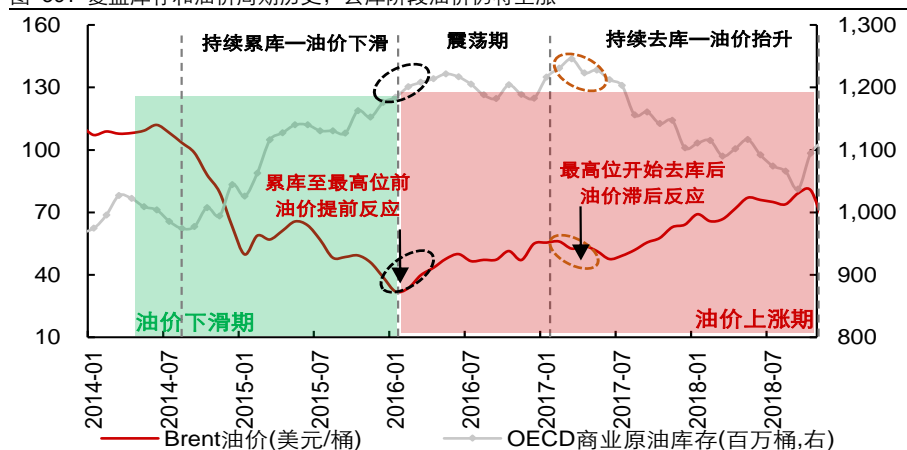


资料来源：Wind，长江证券研究所

展望下半年，国际油价在疫情之后仍将持续复苏趋势，全年中枢或将达到 100 美元/桶以上，煤化工仍将具备竞争性。根据长江石化团队《下半年油价怎么看》研判，原油

库存表现为持续累库—震荡期—持续去库，对应油价表现为油价下滑—震荡期—油价抬升，目前库存处于去库阶段末期，油价仍将处于反弹趋势中。展望 2022 年下半年，油价中枢或将达到 100 美元/桶以上，国际油价在疫情之后仍将持续复苏。在高油价背景下，煤化工具备竞争性。

图 39：复盘库存和油价周期历史，去库阶段油价仍将上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

立足自有煤炭优势，建立煤化工一体化

广汇能源煤化工生产所需的原材料主要来源于自产煤炭，公司充沛的煤炭储量为公司煤化工业务的持续增长提供了有力支撑。公司煤化工项目主要如下：

1) 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目——哈密新能源公司：项目以煤炭为原料，经液化处理形成甲醇、LNG 和副产品。在工艺技术的选择上优于国内同行业水平，是国内最大的以甲醇和 LNG 为主产量的现代化工企业。公司以“倡导环保理念，奉献清洁能源”为经营宗旨，在煤化工产品生产过程中积极引进国内外环保节能工艺技术，采用丹麦托普索公司湿法硫酸回收工艺，使硫的回收率超过 99.2%；采用了中水回用、污水处理回用技术，实现了污水循环利用，减少了对原水的需求；在锅炉烟脱硫方面，采用氨法烟气脱硫技术，脱硫率大于 99.8%。公司煤化工项目先进的环保节能工艺技术，不但持续保护了生态环境，也有效控制了公司煤化工产品的生产成本。

2) 1000 万吨/年煤炭分级提质清洁利用项目——清洁炼化公司：项目以公司自有白石湖露天煤矿煤炭产品为原料，同时搭配淖毛湖地区其他煤矿的资源。主要生产工艺是对块煤资源进行分级提质、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投建的煤焦油加氢项目进行净化处理后，生产轻质煤焦油；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) 4 万吨/年二甲基二硫 (DMDS) 联产 1 万吨/年二甲基亚砜 (DMSO) 项目——硫化工公司：项目采用国内首创的甲硫醇硫化法精细生产二甲基二硫 (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。产品利用率高，成本低，出产精细有机硫化工产品，广泛供应于石油、化工、医药、电子、合成纤维、塑料、印染等行业，市场前景好，具有较强的产品竞争能力。

4) 荒煤气综合利用年产 40 万吨乙二醇项目——环保科技公司：属于煤炭分级提质利用项目的产业链延伸项目，于 2021 年 9 月试生产，2022 年 6 月投产转固。气体净化分离装置由压缩、转化、变换及热回收、酸脱、冷冻、PSA 提 CO、PSA 提氢等工序组成；乙二醇装置由草酸二甲酯合成装置和乙二醇合成装置组成。项目主要以荒煤气为原料，经压缩、转化后，一股经变换、酸脱净化，再经 PSA 提氢获得 H₂，另一股经热回收、酸脱净化，再经 PSA 提 CO。CO 在草酸二甲酯合成装置经羰化反应生成粗草酸二甲酯，精制后的草酸二甲酯送至乙二醇合成装置，与 H₂ 发生加氢反应生成加氢粗乙二醇，加氢粗乙二醇精制后得到乙二醇产品。

5) 120 万吨/年煤焦油加氢项目（一期 60 万吨/年）——信汇峡公司：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，在加氢精制、裂化及改质反应下，生产液化气、轻质煤焦油（石脑油）、粗白油（柴油）等主要产品，兼顾尾油、干气、硫磺等副产品。煤焦油含酚馏分经提酚装置提酚制取产品精酚；加氢含硫污水经酸性水汽提装置汽提后副产液氨产品，其中：燃料干气作为燃料供装置内加热炉使用，沥青经成型后出厂。

图 40：广汇能源煤化工板块产业链

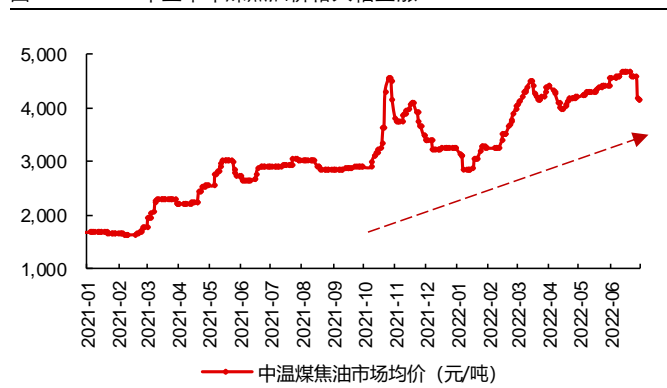


资料来源：公司公告，长江证券研究所

量价齐升助力煤化工盈利

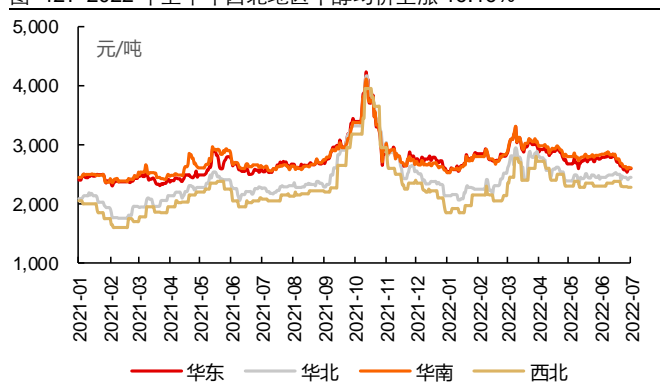
主要产品中甲醇价格稳定，煤焦油价格显著提升。甲醇下游应用广泛，是重要的基础化工原料之一。近年来，甲醇行业规模不断扩张，竞争格局较为激烈，但随着落后产能的不断退出，行业产能利用率正在稳步提升。甲醇属于典型的资源密集型和市场密集型行业，受制于资源禀赋因素，西北地区甲醇产能在国内占有绝对优势。2022 年上半年西北地区甲醇均价为 2,292 元/吨，同比上涨 16.16%。煤焦油方面，2021 年疫情得到逐步控制后，国内经济飞速复苏，下游加氢企业开工积极，特别是 10 月份以后原油价格持续突破带动国内成品油大幅走高，加氢轻质煤焦油 1#供不应求，价格持续高升，在此背景下，加氢企业开工高涨，采购积极，厂家均高负荷运行。2022 年上半年煤焦油均价达到 4,001 元/吨，同比大幅上涨 76.11%。

图 41: 2022 年上半年煤焦油价格大幅上涨



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

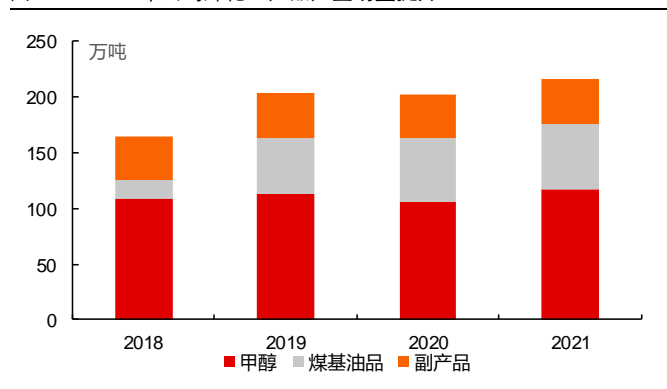
图 42: 2022 年上半年西北地区甲醇均价上涨 16.16%



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

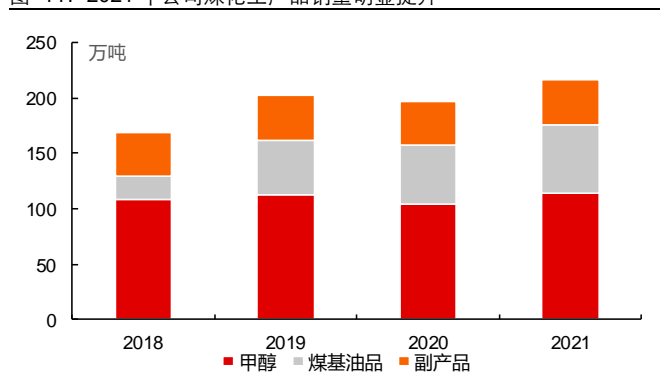
2021 年公司煤化工板块各类产品产销量均实现显著增长。2021 年公司积极研判市场形势, 紧抓行情有利时机, 多渠道开拓市场, 煤化工板块各类产品产销量均实现显著增长。2021 年公司煤化工产品产量达 216.65 万吨, 同比增加 7.40%, 其中分产品来看: 1) 生产甲醇 116.5 万吨, 同比增长 9.51%; 2) 生产煤基油品 59.91 万吨, 同比增长 5.61%; 生产副产品产量 40.24 万吨, 同比增长 4.22%。实现煤化工产品销售 215.78 万吨, 同比增长 10%, 分产品来看: 1) 销售甲醇 114.42 万吨, 同比增长 9.24%; 2) 销售煤基油品 61.05 万吨, 同比增长 14.71%; 生产副产品产量 40.31 万吨, 同比增长 5.50%。

图 43: 2021 年公司煤化工产品产量明显提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 44: 2021 年公司煤化工产品销量明显提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

根据公司公告, 2022 年上半年煤化工板块继续保持量价齐升。其中: 1) 1-5 月甲醇销量同比基本持平, 销售均价同比增长 28.59%。6 月, 预计公司甲醇销量同比增长 6.64%, 西北市场甲醇销售均价同比增长 16.06%, 公司甲醇销售均价同比增长 24.38%; 2) 1-5 月, 公司煤焦油销量同比增长 18.08%, 销售均价同比增长 80.24%。6 月, 预计公司煤焦油销量同比增长 116.64%, 国内中温煤焦油陕西市场销售均价同比增长 53.89%, 公司煤焦油销售均价同比增长 71.54%。上半年煤化工板块实现量价齐升, 助力公司业绩增长。

绿色能源业务：布局绿色转型，拥抱未来

二氧化碳捕集、管输、及驱油一体化项目

CCUS 是减少二氧化碳排放的关键技术之一。全球气候变化问题日益严峻，已经成为威胁人类可持续发展的主要因素之一，二氧化碳减排成为当今国际社会关注的热点。二氧化碳捕集利用与封存技术(CCUS)作为一种大规模的温室气体减排技术，近年来在生态环境部、科技部、发改委等部门的共同推动下，CCUS 相关政策逐步完善，科研技术能力和水平日益提升。发展 CCUS 对我国具有重要战略意义。CCUS 是减少二氧化碳排放的关键技术之一，即把生产过程中排放的二氧化碳捕集提纯，继而投入新的生产过程再利用和封存，可直接减少二氧化碳排放。

广汇能源未来将加快实现转型成为全球领先的二氧化碳捕集封存（CCUS）及驱油企业的目标。

2021 年 5 月 20 日，公司依托自身企业特点，结合新疆区位优势，正式设立全资子公司广汇碳科技公司，投资建设二氧化碳捕集及驱油项目，将在二氧化碳捕集、封存及利用领域形成新的产业优势。

2021 年 11 月 8 日，该项目已完成可行性研究报告的编制，通过引入国内领先的二氧化碳捕集(CCUS)应用技术，在哈密淖毛湖地区整体规划建设 300 万吨/年二氧化碳捕集、管输及驱油一体化项目，分期建设，其中：首期建设 10 万吨/年二氧化碳捕集与利用示范项目，生产二氧化碳产品，用于周缘油气田驱油，提高原油采收率，为大规模产业化提供全面的数据和经验支持。

2021 年 12 月 29 日，该项目取得重要阶段性进展：广汇碳科技公司取得《伊吾县企业投资项目登记备案证》；完成《建设项目环境影响登记表》的备案；与在新疆区域具有二氧化碳驱油需求的油田单位签署了《二氧化碳产品合作框架协议》。

充分发挥氢能具备储能和能源的特点

氢能是加快能源转型升级、培育经济新增长点的重要战略选择。氢能是一种来源丰富、绿色低碳、应用广泛的二次能源，正逐步成为全球能源转型发展的重要载体之一。全球主要发达国家高度重视氢能产业发展，氢能已成为加快能源转型升级、培育经济新增长点的重要战略选择。全球氢能全产业链关键技术趋于成熟，燃料电池出货量快速增长、成本持续下降，氢能基础设施建设明显提速，区域性氢能供应网络正在形成。

我国是世界上最大的制氢国，国内氢能产业呈现积极发展态势，已初步掌握氢能制备、储运、加氢、燃料电池和系统集成等主要技术和生产工艺，年制氢产量约 3300 万吨。国家发改委发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，产业创新能力显著提高，基本掌握核心技术和制造工艺，初步建立较为完整的供应链和产业体系。

公司于 2022 年 1 月 25 日披露了《广汇能源股份有限公司氢能产业链发展战略规划纲要(2022-2030 年)》。本纲要规划期限为 2022-2030 年，是公司今后一个时期向绿色新能源转型发展的指导性文件，是公司氢能产业链具体项目行动计划制定的基础依据。

广汇氢能产业链规划将充分发挥氢能同时具备能源和储能两重属性的特点，结合在伊吾县淖毛湖地区用能企业减碳的需求，以现有的化工制氢（灰氢）为基础，把新能源（风间带光伏）发电—电解水制氢（绿氢）作为突破口，培育并带动制氢、输氢、储氢用氢以及相关业务的快速发展。应用端逐步实现在淖毛湖地区的三个替代：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。

图 45：氢能在淖毛湖地区的三个替代



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：给予“买入”评级

总的来说，公司天然气业务通过将自产气和转口贸易结合，保障整体盈利能力；煤炭业务在煤炭价格高企背景下公司产能大幅扩张，提供未来业绩弹性；煤化工业务在当前高油价下具备竞争性，且公司立足自有煤炭优势打造煤化工一体化；在绿色能源业务公司通过 CCUS 和氢能布局转型。我们看好公司的长期发展，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.67、2.36 和 2.82 元，对应 2022 年 7 月 4 日收盘价的 PE 分别为 6.01X、4.24X 和 3.55X，给予“买入”评级。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	24865	47678	60585	69710	货币资金	4717	19405	33573	53532
营业成本	15315	29831	36223	40918	交易性金融资产	91	91	91	91
毛利	9550	17848	24363	28792	应收账款	1767	3266	4150	4775
%营业收入	38%	37%	40%	41%	存货	1851	3269	3970	4484
营业税金及附加	562	954	1212	1394	预付账款	193	1492	1811	2046
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	3780	6120	7535	8535
销售费用	312	598	760	874	流动资产合计	12399	33642	51129	73462
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	1141	1141	1141	1141
管理费用	508	974	1238	1425	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	28382	28384	28388	28391
研发费用	344	954	1212	1394	无形资产	6496	6496	6496	6496
%营业收入	1%	2%	2%	2%	商誉	169	169	169	169
财务费用	1412	389	216	122	递延所得税资产	151	151	151	151
%营业收入	6%	1%	0%	0%	其他非流动资产	10970	11320	11420	11520
加：资产减值损失	-223	0	0	0	资产总计	59709	81304	98894	121330
信用减值损失	-27	0	0	0	短期贷款	9495	6055	2570	2300
公允价值变动收益	-39	0	0	0	应付款项	4187	13485	16375	18497
投资收益	-55	119	151	174	预收账款	0	0	0	0
营业利润	6098	14337	20180	24105	应付职工薪酬	241	477	580	655
%营业收入	25%	30%	33%	35%	应交税费	888	1430	1818	2091
营业外收支	-114	-30	-25	-25	其他流动负债	12431	16229	18206	19657
利润总额	5984	14307	20155	24080	流动负债合计	27242	37677	39547	43200
%营业收入	24%	30%	33%	35%	长期借款	9799	9799	9799	9799
所得税费用	1139	3147	4434	5298	应付债券	0	0	0	0
净利润	4846	11159	15721	18783	递延所得税负债	406	406	406	406
归属于母公司所有者的净利润	5003	10936	15485	18501	其他非流动负债	1483	1483	1483	1483
少数股东损益	-158	223	236	282	负债合计	38929	49364	51234	54887
EPS (元)	0.76	1.67	2.36	2.82	归属于母公司所有者权益	20932	31868	47353	65854
					少数股东权益	-152	71	307	589
					股东权益	20780	31939	47660	66443
					负债及股东权益	59709	81304	98894	121330
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	6049	18780	17848	20306	每股收益	0.76	1.67	2.36	2.82
取得投资收益收回现金	7	119	151	174	每股经营现金流	0.92	2.86	2.72	3.09
长期股权投资	-12	0	0	0	市盈率	8.58	6.01	4.24	3.55
资本性支出	-5048	-3	-5	-5	市净率	2.05	2.06	1.39	1.00
其他	1846	-380	-125	-125	EV/EBITDA	6.48	4.66	2.47	1.22
投资活动现金流净额	-3207	-264	21	44	总资产收益率	8.4%	13.5%	15.7%	15.2%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	23.9%	34.3%	32.7%	28.1%
股权融资	25	0	0	0	净利率	20.1%	22.9%	25.6%	26.5%
银行贷款增加(减少)	13860	-3439	-3486	-270	资产负债率	65.2%	60.7%	51.8%	45.2%
筹资成本	-1356	-389	-216	-122	总资产周转率	0.42	0.59	0.61	0.57
其他	-15490	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-2962	-3828	-3702	-391					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-138	14688	14168	19959					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。