

广汇物流 (600603)

将淖铁路通车兑现，运量增长铸就疆煤外运大动脉

2024年01月18日

买入 (首次)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,019	3,483	8,445	10,910
同比	16%	-31%	142%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	542	583	1,301	1,656
同比	-12%	8%	123%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.44	0.47	1.06	1.35
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.36	16.14	7.23	5.68

关键词: #产能扩张

投资要点

- **大西南地区煤炭供需缺口日益扩大，疆煤外运刻不容缓。**“三西”地区无大规模新增新建产能，中东部产能加速退出，保供压力挤压大西南地区煤炭输入量，致使大西南地区缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供应。云川渝甘宁5省煤炭缺口逐年扩大，缺口占总消费量比重从2015年的25%增至2022年的43%。2022年云川渝甘宁5省煤炭缺口合计1.84亿吨，较2015年的8977万吨增长104.69%。考虑到疆煤资源丰富，坑口成本较三西地区具备显著优势，疆煤外运重要性日渐凸显。政策大力推进新疆能源供应保障基地建设：预计“十四五”期间新疆新增煤炭产能合计1.64亿吨，产能增幅60%以上；积极打造“一主两翼”铁路格局，有序推进资源专线建设，为新疆能源输出保驾护航。
- **对标大秦朔黄铁路，“将淖红”铁路作为疆能输出大动脉的黄金路段，业绩弹性显著。**红淖铁路全长435.6公里，初期设计年运能为3950万吨，远期可达1.5亿吨/年。将淖铁路建成后，原准东地区货物若从将淖-红淖线出疆将比从乌将-兰新线过红柳河出疆的货物运距减少300公里，缩短近28%的运输距离。同时走将淖-红淖线可缩短30%的运输时间，能够大幅提升物流效率。对标大秦朔黄铁路，“将淖红”铁路盈利能力提升空间可期。假设23-25年红淖铁路货运量为930万吨，2100万吨和2300万吨，经测算23年公司铁路业务税后归母净利润规模为3.05亿元，24-25年业绩分别为6.81亿元和7.46亿元，大幅增厚公司业绩。此外，铁总积极推进煤炭运输“公转铁”应转尽转，要求晋陕蒙煤炭主产区中远距离煤炭铁路运输占比力争达到90%，后续运量有望大幅提升。
- **延伸布局能源基地，完善能源物流体系营运闭环。**公司向下游延伸布局广元、柳沟、宁东和明水等四大综合能源物流基地，将在一定程度上作用于提高原有铁路运输业务周转率，同时也为整体业绩增添又一驱动力。根据公司公告，目前柳沟基地年煤炭运营量达1200万吨；广元、宁东基地正在筹备建设中，测算项目达产后近期每年将分别贡献毛利1.87和2.14亿元，远期将分别贡献毛利3.13和2.61亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司铁路物流板块未来3年运能大幅增长，基于相对估值模型，预计公司2023-2025年EPS为0.47元、1.06元、1.35元，当前（2024年1月17日）市值对应PE分别为16X、7X、6X。大秦铁路的能源物流业务同公司的业务可比，顺丰控股的冷链物流业务同公司的业务可比，招商蛇口同公司的房地产业务可比，故选择这三家公司作为行业对标标的。2023年-2025年行业平均估值PE分别为14X、11X、9X。此外，参考大秦铁路在2006-2009年铁路运量大幅上升且主营业务为铁路期间，估值分别为25X、57X和16X。公司业绩弹性较强，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求下滑致使周转量低于预期；将淖铁路项目建设进度低于预期；煤价大幅下跌。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.64
一年最低/最高价	5.76/9.48
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	9,401.40
总市值(百万元)	9,401.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(% ,LF)	69.57
总股本(百万股)	1,230.55
流通 A 股(百万股)	1,230.55

相关研究

内容目录

1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时	4
2. “西部大秦”疆煤外运的“天时、地利、人和”	6
2.1. 天时：能源供给不足衍生能源安全担忧，疆煤保供外运大势所趋.....	6
2.2. 地利：新疆毗邻甘肃和大西南地区，铁路通车使“疆煤外运”走进现实	8
2.3. 人和：延伸布局能源物流基地，协调运力和完善市场布局并举.....	14
3. 对标 06-08 年大秦铁路，运量逐年攀升驱动盈利大幅增长	16
3.1. 对标早期大秦、朔黄铁路，盈利提升空间可期.....	16
3.2. 铁路运能稳步提升，业绩弹性显著.....	17
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 主要业务贡献拆分.....	19
4.2. 盈利预测与估值.....	19
风险提示	20

图表目录

图 1:	截至 2023 年 9 月 30 日公司与实控人产权关系.....	4
图 2:	截至 2023 年 9 月 30 日广汇物流股权结构.....	4
图 3:	公司发展历程.....	4
图 4:	21 年以来煤炭价格高位震荡 (元/吨, 美元/吨)	6
图 5:	2015-2022 年甘肃煤炭供需结构图 (万吨)	7
图 6:	2015-2022 宁夏煤炭供需结构图 (万吨)	7
图 7:	2015-2022E 四川煤炭供需结构图 (万吨)	7
图 8:	2015-2022 重庆煤炭供需结构图 (万吨)	7
图 9:	将淖铁路示意图.....	10
图 10:	红淖铁路示意图.....	10
图 11:	将淖红铁路”串联三个新疆地区最大的产煤区	11
图 12:	疆煤外运示意图.....	12
图 13:	2017 年 9 月-2024 年 1 月煤炭价格走势(元/吨)	13
图 14:	四大物流基地示意图.....	15
图 15:	大秦铁路上市初期运量与盈利能力变化 (万吨,%)	17
图 16:	大秦铁路上市初期估值变化.....	20
表 1:	云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大 (万吨, %)	8
表 2:	新疆煤炭资源开发布局 (亿吨, %, 万吨/年)	8
表 3:	2030 年准东经济技术开发区产能增幅 (万吨/年, %, 亿方/年)	9
表 4:	不同区域煤炭销售总成本测算表.....	13
表 5:	港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨)	14
表 6:	公司现有能源物流基地项目情况.....	16
表 7:	大秦、朔黄、红淖、将淖铁路基本信息 (公里, 元/吨公里, 亿吨/年)	16
表 8:	红淖、将淖铁路利润测算 (亿元, 元/吨公里, 万吨, 元/吨)	18
表 9:	可比公司估值比较 (元/股, 倍)	20

1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时

背靠新疆广汇集团，疆煤外运龙头上市公司。广汇物流股份有限公司（简称广汇物流）前身为新疆亚中物流商务网络有限公司，成立于2000年8月。2016年12月，公司通过重组“大洲兴业”100%股权登陆A股沪市主板，并于次年3月正式更名为广汇物流股份有限公司。

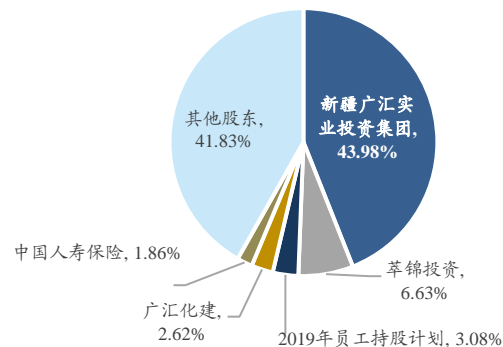
截至2023年9月30日，公司第一大股东为新疆广汇实业投资集团，持股43.98%，实控人为孙广信。公司是集团旗下继广汇能源、广汇汽车、广汇宝信之后第四家上市公司，是广汇集团唯一的现代物流平台。

图1：截至2023年9月30日公司与实控人产权关系



数据：公司公告，东吴证券研究所

图2：截至2023年9月30日广汇物流股权结构



数据：公司公告，东吴证券研究所

顺应疆煤外运大趋势，战略转型能源物流。2020年，公司参股建设将淖铁路向能源物流战略转型迈出重要一步；2022年，公司完成红淖铁路92.7708%的股权收购，同时开始经营柳沟物流园区煤炭周转业务，标志着公司主营业务及战略发展方向正式确定。2023年，公司拟定增募资建设宁东及四川广元煤炭基地。未来，公司将加速向能源物流转型，充分利用新疆位于丝绸之路经济带核心区的区位优势 and 新疆煤炭资源优势，定位于“一条铁路、四个基地”，转型成为以能源物流为主业的现代物流上市公司。

图3：公司发展历程



数据：公司公告，东吴证券研究所

参股建设将淖铁路叠加并购红淖铁路，公司成为正在崛起腾飞的西部“大秦铁路”。

公司于 2020 年 6 月以现金方式出资 4.54 亿元设立将淖铁路公司，股权占比 18.92%；于 2022 年 5 月以现金 41.76 亿元收购广汇能源持有新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 的股权，向能源物流主业稳步迈进。红淖铁路西端在白 南站与将淖铁路连接，东端在甘肃红柳河站接入兰新线实现出疆，将区域内丰富的矿产资源输入河西走廊腹地，有效解决准东、三塘湖和淖毛湖矿区大宗商品运输问题，出疆距离较现存乌将-兰新线路缩短约 300 公里，成为煤炭资源出疆的最优通道。

公司业务板块分为能源物流、亚中物流和蜀信实业三大板块。其中能源物流下设 6 家公司，主要从事铁路运输、能源产品投资等行业；亚中物流下设 9 家子公司，主要从事商业租赁、保理业务、冷链物流和供应链金融服务行业；蜀信公司下设 7 家房地产公司，主要从事房地产开发行业。

2019 年公司承诺不再开展阶段性房地产业务并做出退出安排，随着 2024 年公司房地产存续项目的出售完成后，公司将陆续退出房地产业务。除此之外，公司在 2023 年 12 月 22 日公告，将公司控股的汇融通（成都）供应链管理有限责任公司 100% 股权，转让给公司控股股东新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司。此举在于，公司将逐步退出能源物流以外的其他业务，公司未来将主要聚焦“能源物流”业务。未来伴随“三通道+四基地”战略部署逐步实施落地，叠加“将淖红铁路”资源优势加持，预计公司能源物流业务将持续稳定发力，带动业绩表现保持增长态势。

2. “西部大秦”疆煤外运的“天时、地利、人和”

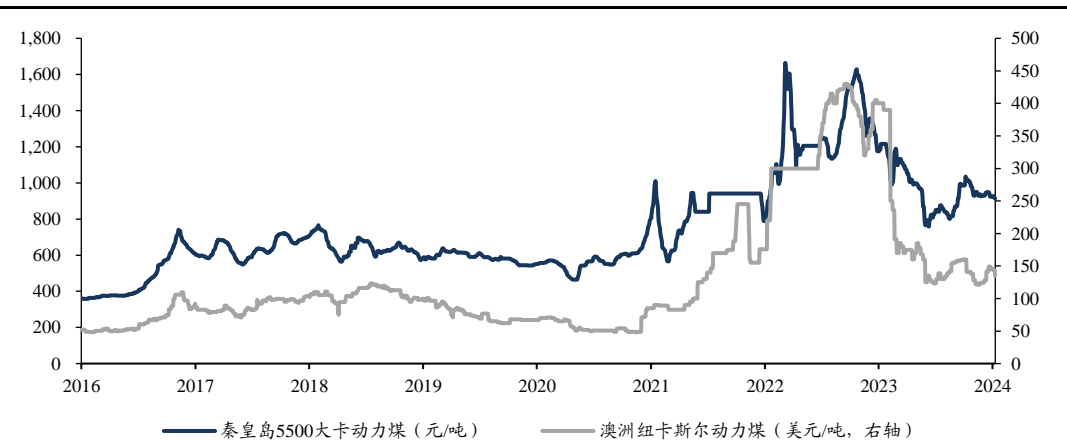
在未来煤炭供应方面，“三西”地区无大规模新增煤炭产能，中东部产能加速退出，西部供应基地建设势在必行。“碳中和”政策造成国内煤炭行业固定资产投资意愿大幅下降，但是全国煤炭需求仍稳定小幅增长，致使全国煤炭供需趋紧。面对东部地区中小矿区资源枯竭、落后产能退出的现状，西部地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。尤其是大西南川渝云贵地区和甘肃地区，由于陕北、蒙西煤炭越来越多向东部地区输送，造成该区域供给缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供应。

2.1. 天时：能源供给不足衍生能源安全担忧，疆煤保供外运大势所趋

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，而需求端用电需求稳步增长，使得煤炭供需趋紧。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，我国煤炭增产保供外运成为必然趋势。

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。

图4：21年以来煤炭价格高位震荡（元/吨，美元/吨）



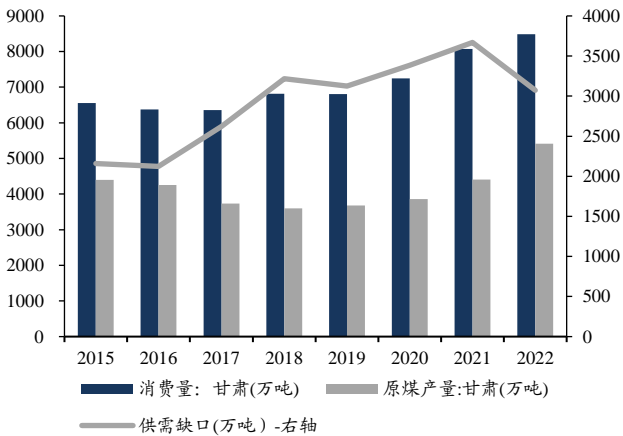
数据：Wind，东吴证券研究所

大西南地区自身需求增长叠加保供压力犹存致使煤炭缺口显著，严重依赖省外用煤弥补缺口。云南、甘肃、宁夏、四川、重庆等地区煤炭供需缺口较大，对外购煤炭依赖加重。考虑到贵州省在煤炭总量上供需基本平衡，结构性缺煤特征显著，故分析剔除贵州。由于2015年至2022年，云川渝甘宁5省煤炭缺口不断扩大，缺口占总消费量比重从2015年的25%增至2022年的43%。2022年云川渝甘宁5省煤炭缺口合计1.84亿吨，较2015年的8977万吨增长104.69%。其中，宁夏煤炭缺口高达6528万吨，重庆煤炭

缺口 4071 万吨。

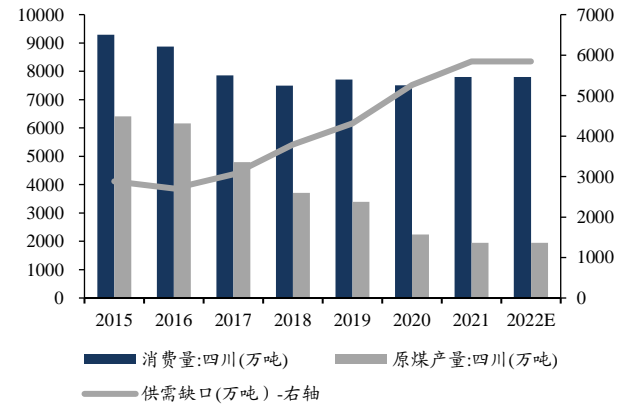
而疆煤资源丰富，且坑口成本较三西地区具备显著优势，可为弥补大西南地区煤炭需求缺口提供重要保障，疆煤外运刻不容缓。新疆煤炭资源丰富，且具有开采容易的特点，在坑口成本方面存在明显优势，可成为弥补大西南地区煤炭需求缺口的重要。但前期受制于缺乏高效的运输通道，运力受到限制且运输成本较高，煤炭外运出疆受到一定阻碍。随着云贵川渝甘宁省份用煤需求逐步增长，缺口逐年扩大，疆煤外运工程发展刻不容缓。

图5：2015-2022 年甘肃煤炭供需结构图（万吨）



数据：甘肃省统计局，东吴证券研究所

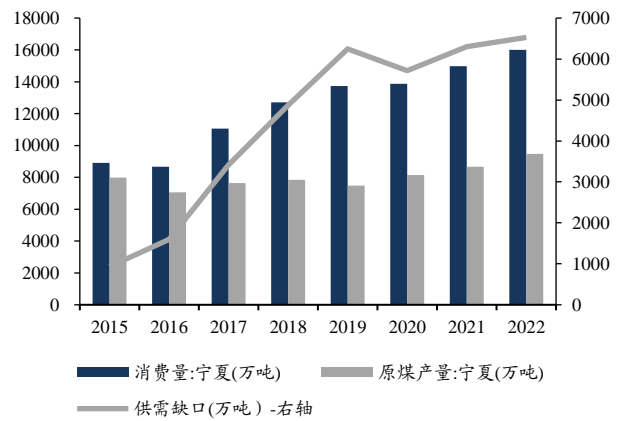
图7：2015-2022E 四川煤炭供需结构图（万吨）



数据：四川省统计局，东吴证券研究所

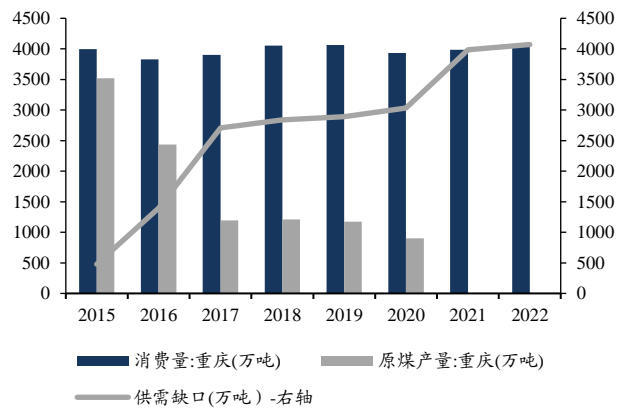
由于四川省统计局暂未发布《四川省统计年鉴》，因此我们假设四川煤炭生产和消费量与去年持平

图6：2015-2022 宁夏煤炭供需结构图（万吨）



数据：宁夏回族自治区统计局，东吴证券研究所

图8：2015-2022 重庆煤炭供需结构图（万吨）



数据：重庆市统计局，东吴证券研究所

表1: 云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大 (万吨, %)

	消费	产量	缺口合计	占比
2014	39053	29604	9449	24%
2015	36461	27483	8977	25%
2016	35204	24512	10691	30%
2017	36385	22050	14336	39%
2018	38479	21091	17389	45%
2019	39842	21252	18590	47%
2020	39596	20651	18945	48%
2021	42753	21129	21624	51%
2022	43082	24707	18375	43%

数据 : 各省市统计局; 东吴证券研究所

2.2. 地利: 新疆毗邻甘肃和大西南地区, 铁路通车使“疆煤外运”走进现实

煤炭供应保障政策持续发力, 稳步推进新疆煤炭供应保障基地建设。2022 年 5 月, 新疆维吾尔自治区政府印发《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》, 强调了我国以煤为主的基本能源结构, 并指出为进一步释放煤炭先进产能需加快新疆大型煤炭供应保障基地建设。准东、吐哈地区作为新疆煤炭资源富饶地, 推进铁路建设使产地与消费市场有效衔接对推动煤炭产业发展有重要意义。《实施方案》指出, “十四五”时期, 新疆地区将以增产增供为基本原则, 计划 2025 年新疆地区达成年产能 4.6 亿吨以上、产量 4 亿吨以上的总量任务。

表2: 新疆煤炭资源开发布局 (亿吨, %, 万吨/年)

地区	煤种	累计查明资源量 (亿吨)	资源量占比 (%)	“十四五”计划新增产能 (万吨/年)	
准噶尔区	昌吉州	长焰煤、不粘煤、弱粘煤	2747	61%	5860
	塔城地区				480
吐哈区	吐鲁番市	长焰煤、不粘煤	1407	31%	2100
	哈密市				6500
库拜区	阿克苏地区	气煤、瘦煤、焦煤	46	1%	250
伊犁区	伊犁州	长焰煤、不粘煤	273	6%	800
巴州及南疆三地州	巴州	长焰煤、不粘煤	26	1%	120
	卡达希区				120
	和田地区				60
新疆生产建设兵团					130
合计		4499	100%	16420	

数据 : 煤炭工业网, 东吴证券研究所

准东经济技术开发区积极建设煤炭资源转化基地, 产业发展拉动运输需求大幅上升。根据《新疆准东经济技术开发区总体规划 (2012-2030)》, 将建成以煤炭、煤电、煤化工

为重点的煤炭资源转化基地，预计区域内各煤炭相关产业产能规模均将实现大幅上涨。

表3: 2030年准东经济技术开发区产能增幅(万吨/年, %, 亿方/年)

类别	项目名称	2020	2030E	产能增幅
煤电冶一体化产业	电解铝、电解锌、多晶硅	800万吨/年	1200万吨/年	50%
	煤制烯烃	240万吨/年	480万吨/年	100%
煤化工产业	煤制尿素	240万吨/年	240万吨/年	0%
	PVC	180万吨/年	240万吨/年	33%
	煤制乙二醇	120万吨/年	160万吨/年	33%
	精细化工	100万吨/年	200万吨/年	100%
	焦油加氢	120万吨/年	200万吨/年	67%
	食品级二氧化碳	4万吨/年	8万吨/年	100%
煤制气产业	煤制天然气	360亿方/年	760亿方/年	111%
煤制油产业	煤制油	360万吨/年	1440万吨/年	300%

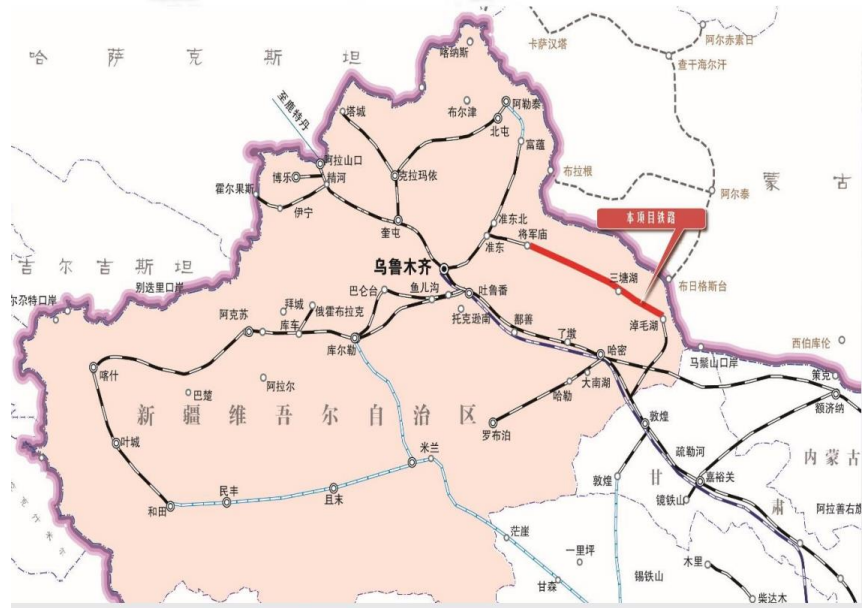
数据：准东经济技术开发区网站，东吴证券研究所

构筑“一主两翼”格局，有序推进资源专线建设。新疆地区因其地形复杂，疆煤运输多以公路运输为主，运量相对较小，难以满足疆煤外运的需求。而铁路运输具有运量大、运距长、价格低等特点，更适合煤炭等大宗商品的运输，因此通过铁路将新疆地区的煤炭运往其他省份是解决的我国煤炭供需不平衡的重要方法。

为此，2015年3月，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》并逐步构建了“一主两翼”铁路格局，为资源运输专线建设搭建了基本框架。其中一主由兰新铁路构成，东起中国连云港途径霍尔果斯引至中哈边境口岸城市阿拉山口，为中欧班列基本路线；两翼为由临河至哈密铁路线构成的北通道与格库铁路构成的南通道。

公司参股将淖铁路，助力能源物流建设。广汇物流于2020年6月以现金方式出资4.54亿元设立将淖铁路公司，占该项目资本金的18.92%。2023年9月21日，将淖铁路3标段已完成线路动态验收，首趟动态试验列车从将军庙站出发至淖毛湖站。将淖铁路项目位于新疆东北部的昌吉回族自治州和哈密市，全长431.7公里，自白南南站接轨引出，途径伊吾县、巴里坤哈萨克自治县、木垒哈萨克自治县后，抵达乌将线将军庙站后向西连接乌淮铁路，连通兰新铁路、额哈铁路，形成出疆北部通道。将淖铁路建设为新疆煤炭储备运输体系建设重点项目，进一步实现了煤炭长距离运输“公转铁”“散转集”的规划宗旨。

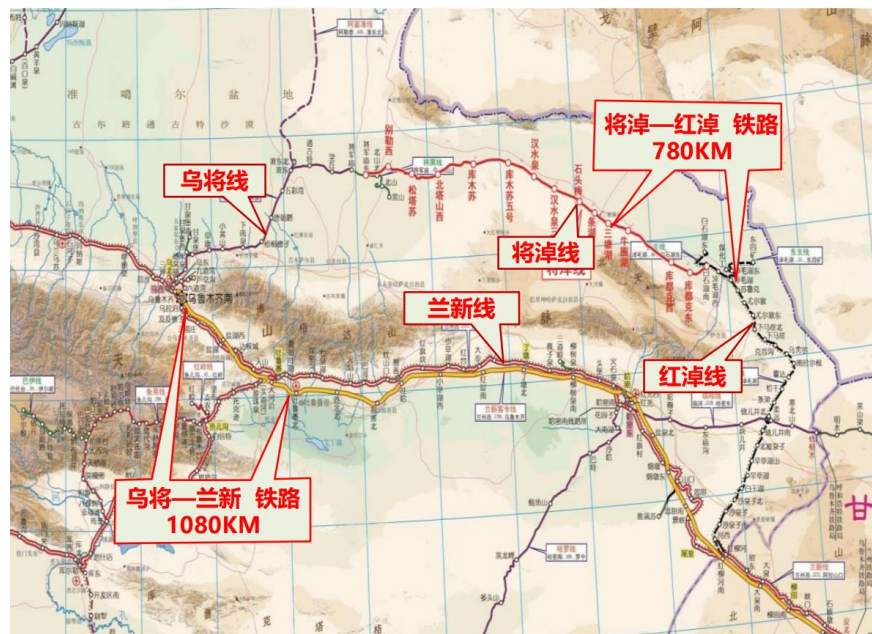
图9：将淖铁路示意图



数据：新疆维吾尔自治区人民政府网，东吴证券研究所

并购红淖铁路，壮大铁路运营范围。广汇物流于2022年5月以41.76亿元现金收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路有限公司92.7708%的股权。红淖铁路是目前新疆哈密淖毛湖地区重要的出疆铁路，是连通出疆“主通道”兰新铁路和“北翼通道”临哈铁路的关键线路。其全长435公里，是以煤炭集运为主的货运铁路，当期设计年运能为3950万吨，远期规划年运能1.5亿吨。红淖铁路西端在白碱滩站与将淖铁路连接，东端在甘肃红柳河站接入兰新线实现出疆，将区域内丰富的矿产资源输入河西走廊腹地，已于2019年1月进入试运营阶段，并于2020年11月正式投产转固。

图10：红淖铁路示意图



数据：公司公告，东吴证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/285003241112011043>